SR Research Report
2015/3/30

タキヒヨー（9982）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

要約 3
主要経営指標の推移 4
直近更新内容 5
　概略 5
業績動向 6
　月次売上高動向（百万円） 6
　四半期実績推移 7
　今期の会社予想 22
　中長期業績見通し 23
事業内容 24
　ビジネス概要 24
　SW 分析（Strengths,　Weaknesses） 41
　市場とバリューチェーン 42
　経営戦略 48
過去の財務諸表 50
　損益計算書 59
　貸借対照表 61
　キャッシュ・フロー計算書 63
その他情報 65
　沿革 65
　ニュース＆トピックス 66
　大株主 67
　トップマネジメント 67
　従業員 68
　株主還元 68
企業概要 69

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

要約

事業内容

同社は、名古屋に現存する繊維商社としては最も古い歴史を有している。愛知県は古くから繊維の産地として知られており、尾張織物として江戸時代から全国に流通していた。なかでも同社は十代、260 余年以上の伝統を誇る老舗である。

2015 年 2 月期において同社は、広義では繊維専門商社というカテゴリに属するが、テキスタイル（生地）、ブランド服の生産、チェーンストア（量販店）・専門店向けアパレル製品の生産、雑貨小売業、さらに不動産など事業展開は多岐にわたる。主力事業はチェーンストア・専門店向けのアパレル事業となる。
（後述の「事業内容」の項参照）

業績動向

2016 年 2 月期会社計画は、売上高 79,500 百万円（前期比 2.4%増）、営業利益 2,700 百万円（同 20.1%増）、経常利益 2,850 百万円（同 18.6%増）、当期利益 1,700 百万円（同 60.3%増）、年間配当 8 円（配当性向 21.9%）を同社では見込んでいる。

業界環境としては、大企業を中心とする賃上げや賞与増額といった好材料はあるものの、衣料品業界においては、1）消費支出に占める衣料品の優先順位の低下やファッションのカジュアル化・ベーシック化の進行により、商品単価を引き上げ難い状況が継続し、2）円安傾向の定着と海外生産地である新興国における賃金上昇により、コスト上昇圧力は一段と増すことを同社では予想している。

こうした状況を踏まえて、同社では、1）売上シェアの拡大、2）商品付加価値の向上、3）品質の更なる向上、4）コスト削減、5）海外向けの販売強化、に取り組むとしている。

同社の強みと弱み

SR 社では、同社の強みを、高い信用力、「しまむら」との強い関係、トップマネジメントの高い士気の 3 点だと考えている。一方、弱みは、限定的な小売事業における経験、長年低迷していた業績、資産効率にあると考えている。（後述の「SW（Strengths & Weaknesses）分析」の項参照）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

主要経営指標の推移

損益計算書（百万円）	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結	FY02/16 会予
売上高	**85,199**	**78,566**	**68,865**	**67,199**	**69,297**	**74,547**	**79,370**	**77,656**	**79,500**
前期比	-1.2%	-7.8%	-12.3%	-2.4%	3.1%	7.6%	6.5%	-2.2%	2.4%
売上総利益	17,223	15,488	14,344	13,280	15,016	16,799	16,015	15,904	
前期比	-3.6%	-10.1%	-7.4%	-7.4%	13.1%	11.9%	-4.7%	-0.7%	
売上総利益率	20.2%	19.7%	20.8%	19.8%	21.7%	22.5%	20.2%	20.5%	
営業利益	**2,170**	**1,270**	**699**	**395**	**2,090**	**2,744**	**1,921**	**2,247**	**2,700**
前期比	-32.4%	-41.5%	-45.0%	-43.4%	428.6%	31.3%	-30.0%	17.0%	20.2%
営業利益率	2.5%	1.6%	1.0%	0.6%	3.0%	3.7%	2.4%	2.9%	3.4%
経常利益	1,893	1,781	1,196	1,150	2,168	2,875	2,010	2,402	2,850
前期比	-43.7%	-5.9%	-32.8%	-3.8%	88.4%	32.6%	-30.1%	19.5%	18.7%
経常利益率	2.2%	2.3%	1.7%	1.7%	3.1%	3.9%	2.5%	3.1%	3.6%
当期純利益	**1,145**	**996**	**573**	**592**	**845**	**1,444**	**1,152**	**1,060**	**1,700**
前期比	-81.0%	-13.0%	-42.4%	3.3%	42.8%	70.9%	-20.2%	-8.0%	60.4%
純利益率	1.3%	1.3%	0.8%	0.9%	1.2%	1.9%	1.5%	1.4%	2.1%
一株当たり指標									
期末発行済株式数（千株）	56,682	54,532	51,532	48,000	48,000	48,000	48,000	48,000	
EPS（円）	20.5	18.6	11.7	12.3	18.0	30.8	24.7	22.8	36.5
EPS（円、潜在株式調整後）	20.4	18.5	11.7	12.3	17.8	30.6	24.5	22.5	
DPS（円）	8.0	8.0	8.0	8.0	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0
BPS（円）	563.1	568.5	574.5	579.0	614.1	675.8	677.7	761.5	
貸借対照表 （百万円）									
現金・預金・有価証券	6,281	3,736	3,006	1,781	2,428	3,136	2,917	3,167	
流動資産合計	**32,177**	**26,975**	**23,239**	**22,853**	**23,388**	**26,235**	**26,445**	**31,861**	
有形固定資産	5,872	11,110	15,186	17,093	21,348	20,826	20,788	22,779	
無形固定資産	123	107	89	71	529	488	441	97	
投資その他の資産計	12,066	7,470	6,126	5,815	5,684	5,761	5,518	6,303	
資産合計	**50,240**	**45,663**	**44,642**	**45,833**	**50,949**	**53,311**	**53,193**	**61,041**	
買掛金	11,859	10,747	9,521	8,210	8,916	9,684	9,974	11,356	
短期有利子負債	340	2,160	1,530	2,760	1,862	280	1,780	1,740	
流動負債合計	**17,214**	**16,033**	**14,327**	**14,270**	**14,659**	**15,307**	**15,717**	**21,235**	
長期有利子負債	-	-	1,500	2,825	5,963	4,725	3,825	1,800	
固定負債合計	**1,842**	**1,014**	**2,529**	**4,001**	**7,357**	**6,397**	**5,732**	**4,146**	
負債合計	**19,057**	**17,048**	**16,857**	**18,271**	**22,016**	**21,704**	**21,449**	**25,381**	
総資産	**31,183**	**28,615**	**27,785**	**27,561**	**28,933**	**31,606**	**31,744**	**35,660**	
有利子負債（短期及び長期）	340	2,160	3,030	5,585	7,825	5,005	5,605	3,540	
ネットデット			24	3,804	5,397	1,869	2,688	373	
キャッシュフロー計算書 （百万円）									
営業活動によるキャッシュフロー	-1,468	1,705	2,675	-1,357	3,497	3,554	-837	3,507	
投資活動によるキャッシュフロー	-1,548	-3,488	-3,368	-1,885	-4,572	579	446	-1,986	
財務活動によるキャッシュフロー	-1,168	-700	-34	2,053	1,723	-3,540	123	-1,324	
総資産経常利益率（ROA）	3.6%	3.7%	2.6%	2.5%	4.5%	5.5%	3.8%	4.2%	
自己資本当期利益率（ROE）	3.5%	3.3%	2.0%	2.1%	3.0%	4.8%	3.7%	3.2%	
自己資本比率	61.8%	62.4%	62.1%	59.9%	56.6%	59.0%	59.4%	59.4%	

出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概略

2015 年 3 月 30 日、タキヒヨー株式会社は、2015 年 2 月期通期決算を発表した。
（決算短信へのリンクはこちら、詳細は 2015 年 2 月期通期決算の項目を参照）

2015 年 1 月 20 日、同社への取材を踏まえて 2015 年 2 月期第 3 四半期決算の内容をを更新した。

3ヵ月以上経過した会社発表は、ニュース＆トピックスを参照。

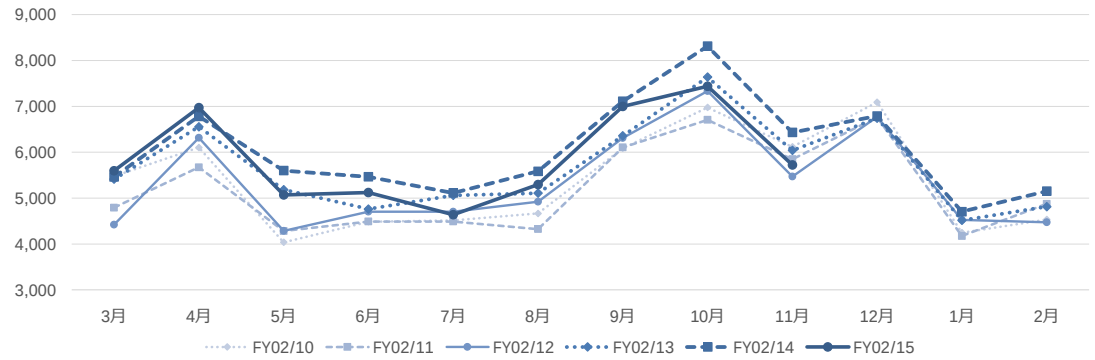
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

業績動向

月次売上高動向（百万円）

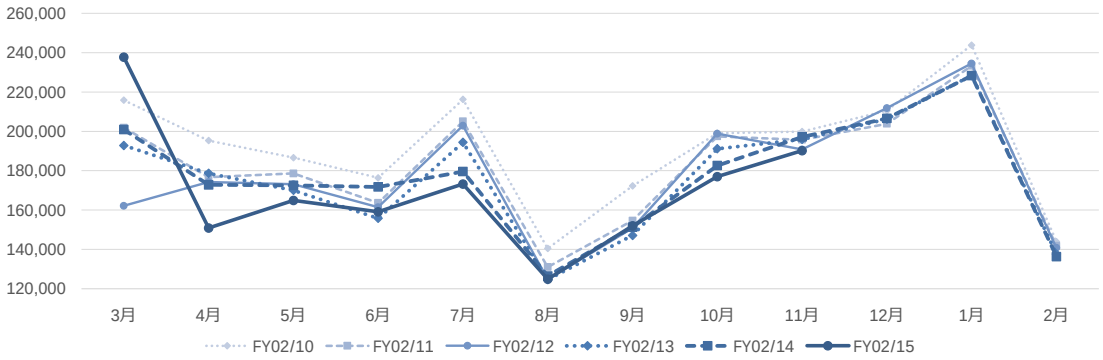
同社は、四半期決算発表毎に月次を公表。需要期は春先及び９月から年末にかけてである。

タキヒヨー月次売上高推移



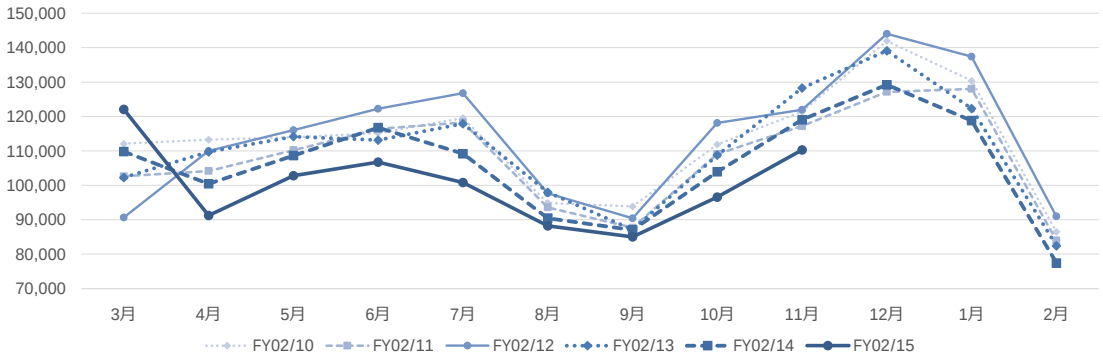
出所：会社資料よりSR社作成

衣料品月別売上推移（百貨店）



出所：日本百貨店協会よりSR社作成

衣料品月別売上推移（チェーンストア）



出所：日本チェーンストア協会よりSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

四半期実績推移

四半期業績推移（百万円）	FY02/13 Q1	Q2	Q3	Q4	FY02/14 Q1	Q2	Q3	Q4	FY02/15 Q1	Q2	Q3	Q4	FY02/15 達成率	通期会予
売上高	**18,796**	**16,392**	**21,752**	**17,607**	**19,635**	**17,666**	**23,701**	**18,368**	**19,384**	**16,650**	**22,118**	**19,504**	**94.7%**	**82,000**
YoY	15.4%	6.2%	6.2%	2.9%	4.5%	7.8%	9.0%	4.3%	-1.3%	-5.8%	-6.7%	6.2%		3.3%
差引売上総利益	4,695	3,660	5,020	3,424	4,110	3,522	4,897	3,486	4,068	3,270	4,773	3,793		
YoY	31.6%	17.5%	3.7%	-1.9%	-12.5%	-3.8%	-2.5%	1.8%	-1.0%	-7.2%	-2.5%	8.8%		
利益率	25.0%	22.3%	23.1%	19.4%	20.9%	19.9%	20.7%	19.0%	21.0%	19.6%	21.6%	19.4%		
販管費	3,650	3,317	3,515	3,573	3,736	3,408	3,550	3,399	3,512	3,247	3,437	3,461		
YoY	13.2%	6.4%	8.0%	7.3%	2.4%	2.7%	1.0%	-4.9%	-6.0%	-4.7%	-3.2%	1.8%		
販管費比率	19.4%	20.2%	16.2%	20.3%	19.0%	19.3%	15.0%	18.5%	18.1%	19.5%	15.5%	17.7%		
営業利益	**1,045**	**342**	**1,505**	**-148**	**373**	**115**	**1,347**	**86**	**555**	**23**	**1,336**	**333**	**107.0%**	**2,100**
YoY	203.9%	-	-5.2%	-	-64.3%	-66.4%	-10.5%	-	48.8%	-80.0%	-0.8%	287.2%		9.3%
利益率	5.6%	2.1%	6.9%	-	1.9%	0.7%	5.7%	0.5%	2.9%	0.1%	6.0%	1.7%		2.6%
経常利益	**1,070**	**351**	**1,519**	**-65**	**453**	**105**	**1,367**	**85**	**605**	**61**	**1,407**	**329**	**114.4%**	**2,100**
YoY	192.0%	-	-4.3%	-	-57.7%	-	-10.0%	-	33.6%	-41.9%	2.9%	287.1%		4.5%
利益率	5.7%	2.1%	7.0%	-	2.3%	0.6%	5.8%	0.5%	3.1%	0.4%	6.4%	1.7%		2.6%
当期利益	**589**	**158**	**907**	**-210**	**271**	**79**	**854**	**-52**	**429**	**15**	**521**	**95**	**106.0%**	**1,000**
YoY	-	-	-3.1%	-	-54.0%	-50.0%	-5.8%	-	58.3%	-81.0%	-39.0%	-		-13.2%
利益率	3.1%	1.0%	4.2%	-	1.4%	0.4%	3.6%	-	2.2%	0.1%	2.4%	0.5%		1.2%
棚卸資産	**3,494**	**3,675**	**3,953**	**3,950**	**4,238**	**4,381**	**5,131**	**4,152**	**3,705**	**3,967**	**3,886**	**5,000**		
YoY	-11.6%	-4.8%	-6.6%	7.6%	21.3%	19.2%	29.8%	5.1%	-12.6%	-9.4%	-24.3%	20.4%		
回転日数	23.2	25.7	20.8	25.4	24.1	27.8	23.1	28.4	23.4	26.2	20.7	25.8		

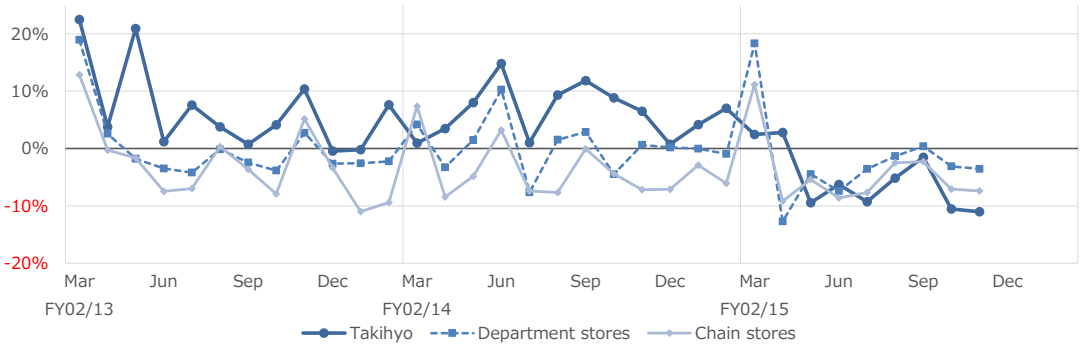
出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

月次売上高前年同期比

タキヒヨー	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
FY02/11	-12.5%	-7.0%	6.1%	0.1%	-0.5%	-7.3%	0.3%	-3.9%	-4.4%	-4.7%	-1.6%	7.5%
FY02/12	-7.8%	11.3%	0.1%	4.8%	4.8%	13.8%	3.4%	9.4%	-6.5%	0.2%	8.4%	-8.2%
FY02/13	22.5%	3.8%	20.9%	1.2%	7.6%	3.8%	0.7%	4.1%	10.4%	-0.5%	-0.2%	7.6%
FY02/14	0.9%	3.5%	8.0%	14.8%	1.0%	9.3%	11.8%	8.8%	6.5%	0.7%	4.2%	7.0%
FY02/15	2.4%	2.8%	-9.4%	-6.3%	-9.3%	-5.2%	-1.5%	-10.5%	-11.0%			

百貨店衣料品	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
FY02/11	-6.5%	-9.6%	-4.3%	-7.2%	-5.2%	-6.7%	-10.2%	-0.8%	-2.1%	-3.2%	-4.3%	-1.5%
FY02/12	-19.7%	-1.4%	-3.1%	-1.3%	-1.1%	-4.8%	-2.5%	0.7%	-2.6%	3.9%	0.5%	-0.7%
FY02/13	18.9%	2.6%	-1.8%	-3.5%	-4.2%	-0.1%	-2.4%	-3.8%	2.7%	-2.6%	-2.6%	-2.2%
FY02/14	4.2%	-3.3%	1.5%	10.3%	-7.6%	1.5%	2.9%	-4.5%	0.6%	0.2%	-0.0%	-0.9%
FY02/15	18.3%	-12.7%	-4.5%	-7.4%	-3.6%	-1.3%	0.4%	-3.1%	-3.6%			

チェーンストア衣料品	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
FY02/11	-8.5%	-8.0%	-3.3%	1.0%	-1.1%	-1.4%	-6.6%	-2.5%	-3.5%	-10.4%	-1.8%	-2.9%
FY02/12	-11.7%	5.6%	5.3%	5.0%	7.2%	4.4%	3.1%	8.3%	4.0%	13.2%	7.3%	8.4%
FY02/13	12.9%	-0.3%	-1.6%	-7.5%	-7.0%	0.3%	-3.6%	-7.9%	5.2%	-3.4%	-11.0%	-9.4%
FY02/14	7.4%	-8.4%	-4.8%	3.2%	-7.4%	-7.7%	-0.1%	-4.4%	-7.2%	-7.1%	-2.9%	-6.1%
FY02/15	11.1%	-9.2%	-5.4%	-8.6%	-7.7%	-2.5%	-2.3%	-7.1%	-7.4%			



出所：会社資料よりSR作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 2 月期通期実績（2015 年 3 月 30 日発表）

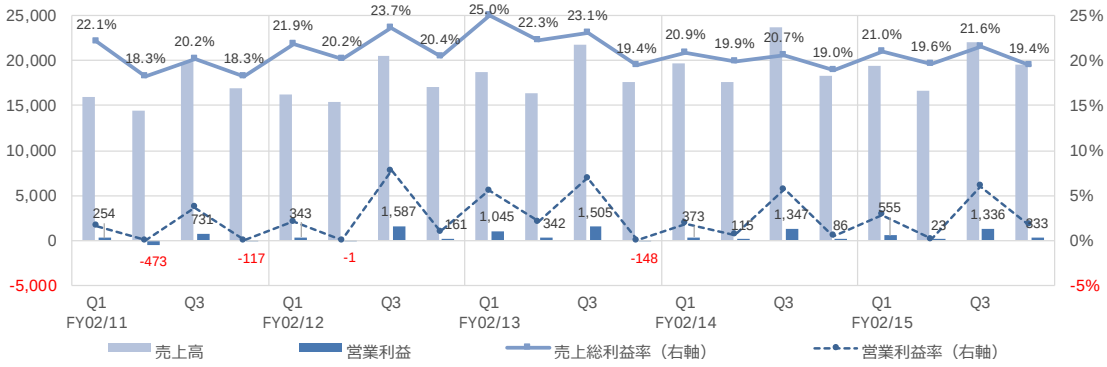
業績概要

売上高	77,656 百万円	（前年同期比 2.2%減）
営業利益	2,247 百万円	（同 17.0%増）
経常利益	2,402 百万円	（同 19.5%増）
四半期純利益	1,060 百万円	（同 8.0%減）

業界環境

国内の衣料品市場においては、個人消費の低迷や、市場を牽引する目立ったトレンドを欠いたこと、そして台風や集中豪雨等の天候要因により、店頭における販売は総じて厳しい状況になったとみられる。加えて、年間を通じて円安が進行したことで、商品の大半を海外生産に依存する繊維業界にとって、コスト上昇圧力を受けることとなった。

四半期業績推移（百万円）



出所：会社資料よりＳＲ作成

通期業績概要

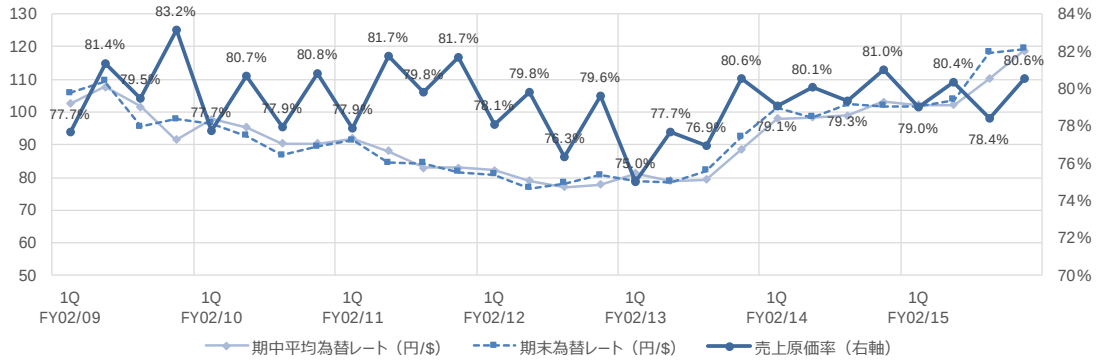
同社においては、1）中国内陸部及び ASEAN 諸国における新たな生産拠点の開拓、2）販売価格の見直し交渉、3）販売費及び一般管理費の約 3 割を占める物流コストの削減の実施、4）所有不動産の有効活用による収益体質の向上、5）素材・デザイン・機能性などの商品の付加価値向上に取り組んだ結果、売上高は 77,656 百万円と前年同期比で 2.2%減収となったが、営業利益は同 2,247 百万円と 17.0%増益に転じた。

また、所有不動産の有効活用では、名古屋市栄 3 丁目の所有地のパルコへの賃貸開始に伴い、賃貸事業の営業利益は 278 百万円（第 4 四半期 3 ヶ月では 131 百万円）となった点は留意したい。

当期純利益は 1,060 百万円と同 8.0%減益となったが、これは、連結子会社のマックスアンドグローイング（以下、M&G 社）の事業計画を保守的な観点から見直し、M&G 社に係るのれんの一時償却及び M&G 社の営業に係る固定資産の減損処理（340 百万円）を第 3 四半期に計上したことによるものである。

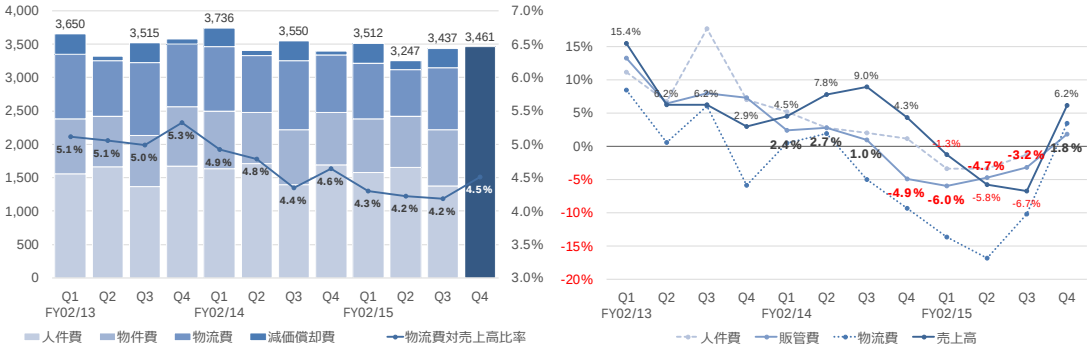
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

売上原価率、為替レート推移



出所：会社資料、みずほ銀行よりSR作成

販管費推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

2016 年 2 月期会社計画

2016 年 2 月期会社計画は、売上高 79,500 百万円（前期比 2.4%増）、営業利益 2,700 百万円（同 20.1%増）、経常利益 2,850 百万円（同 18.6%増）、当期利益 1,700 百万円（同 60.3%増）、年間配当 8 円（配当性向 21.9%）を同社では見込んでいる。

業界環境としては、大企業を中心とする賃上げや賞与増額といった好材料はあるものの、衣料品業界においては、1）消費支出に占める衣料品の優先順位の低下やファッションのカジュアル化・ベーシック化の進行により、商品単価を引き上げ難い状況が継続し、2）円安傾向の定着と海外生産地である新興国における賃金上昇により、コスト上昇圧力は一段と増すことを同社では予想している。

こうした状況を踏まえて、同社では、1）売上シェアの拡大、2）商品付加価値の向上、3）品質の更なる向上、4）コスト削減、5）海外向けの販売強化、に取り組むとしている。

売上シェアの向上

営業部門の組織を改編し、主要事業であるレディースアパレルについて従来のアイテム別・年齢層別の組織に加えて、販売チャネル別の販売部を 2015 年 3 月 1 日より立ち上げた。こ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

れにより、百貨店アパレル、大手専門店、ヤング専門店、通販など販路毎に得意先を開拓・深耕していくとしている。

商品付加価値向上

素材の段階から得意先と取り組むことで、消費者に対して個性や特徴、価格を上回る価値を訴求できる商品の展開を図るとしている。また、2014 年 3 月に立ち上げた英国式紡績機と織機は、同社オリジナル素材の開発を目的としたものである。

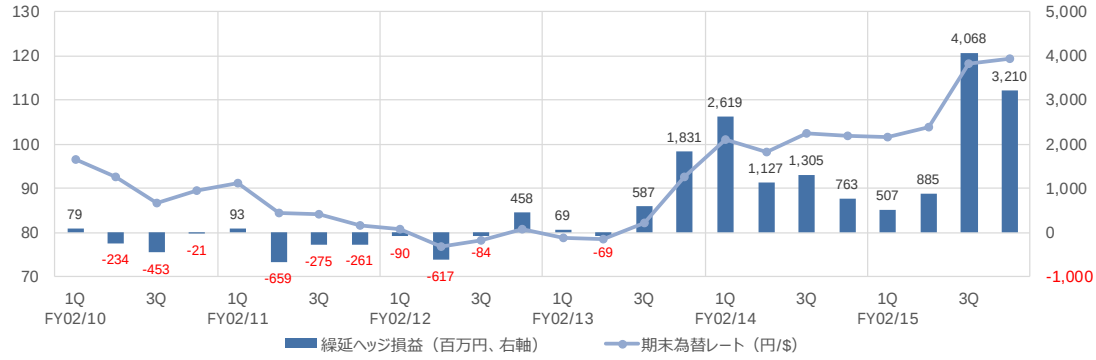
品質向上、コスト削減

中国大連に QC センターを立ち上げ、生産地に近いところで検品精度の向上と縫製技術の指導を行い品質の安定性を図る計画。また、中国内陸部や ASEAN 諸国における生産地の開拓を継続し、海外輸送効率の向上、物流センターの更なる生産性向上に取り組むとのこと。

海外向け販売強化

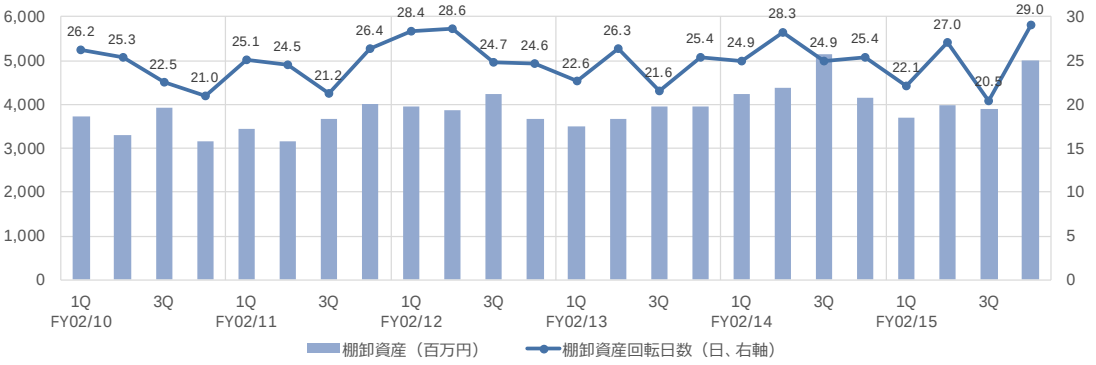
円安により、欧米のラグジュアリーブランド向けを主体に売上高は堅調に推移しているが、輸出に限ることなく、海外得意先との OEM/ODM の取り組みを進め、為替に左右されない営業基盤構築に着手するとしている。

貸借対照表中の繰延ヘッジ損益と為替レートの推移



出所：会社資料、みずほ銀行よりSR作成

棚卸資産及び回転日数



出所：会社資料よりSR作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 2 月期第 3 四半期実績（2014 年 12 月 25 日発表）

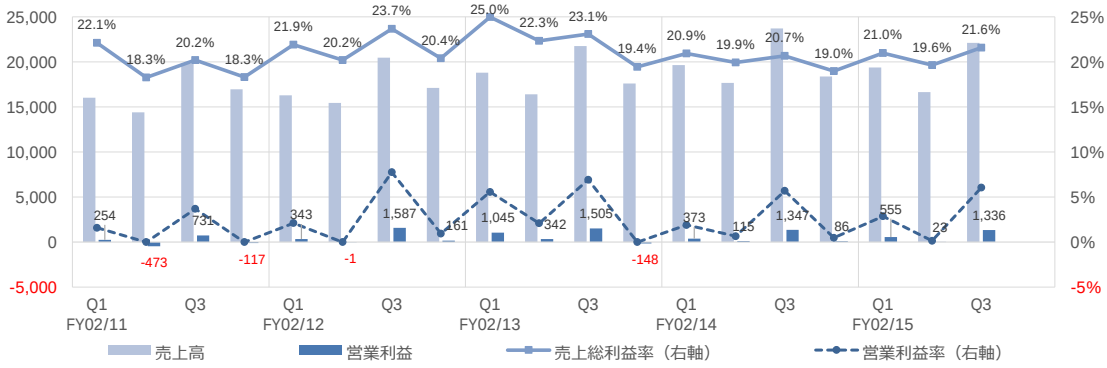
業績概要

売上高	58,152 百万円	（前年同期比 4.7%減）
営業利益	1,914 百万円	（同 4.3%増）
経常利益	2,073 百万円	（同 7.7%増）
四半期純利益	965 百万円	（同 19.8%減）

業界環境

国内の衣料品市場においては、個人消費の低迷や、市場を牽引する目立ったトレンドを欠いたこと、そして台風や集中豪雨等の天候要因により、店頭における販売は総じて厳しい状況になったとみられる。

四半期業績推移（百万円）



出所：会社資料よりＳＲ作成

第 3 四半期業績概要

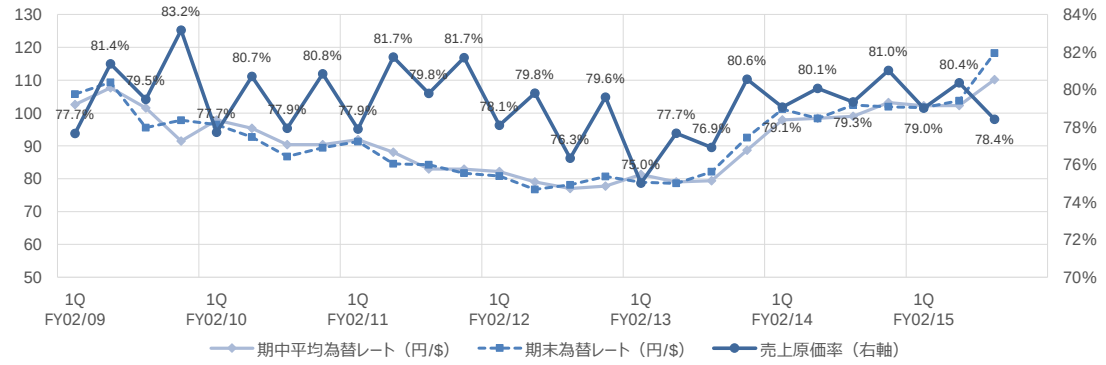
同社においては、第 3 四半期は上期とほぼ同様の内容と考えられ、売上高が減少する中でコスト削減が進められた結果、営業利益は通期会社計画線で着地した。

第 3 四半期累計での売上高は 58,152 百万円と前年同期比 4.7%減収となり、1）中国内陸部及び ASEAN 諸国における新たな生産拠点の開拓、2）販売価格の見直し交渉、3）販売費及び一般管理費の約 3 割を占める物流コストの削減を実施した結果、営業利益は 1,914 百万円と同 4.3%の増益となった。

また、円安が更に進行するなかで、更なる原価率改善に取り組んでおり、売上成長に向けては販路拡大の施策が効果を表しつつある。

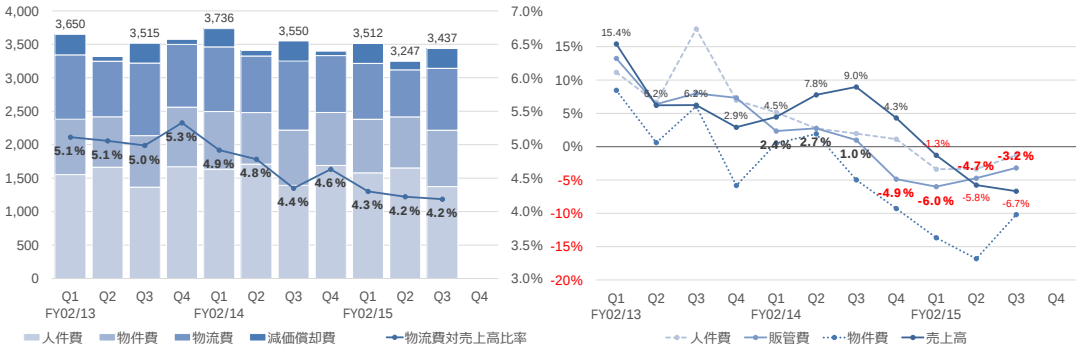
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

売上原価率、為替レート推移



出所：会社資料、みずほ銀行よりSR作成

販管費推移（百万円）



出所：会社資料よりSR作成

四半期純利益はマックスアンドグローイング社の減損処理等により前年同期比減益に

また、四半期純利益は 965 百万円と同 19.8%減益となったが、これは、連結子会社のマックスアンドグローイング（以下、M&G 社）の事業計画を保守的な観点から見直し、M&G 社に係るのれんの一時償却及び M&G 社の営業に係る固定資産の減損処理（340 百万円）を第 3 四半期に計上したことによるものである。また、特別損失の発生については第 2 四半期決算時点で既に示唆されていた。

通期会社計画に向けて

2015 年 2 月期通期業績予想は、上記特別損失の影響で当期利益のみ変更され（変更前 1,200 百万円、変更後 1,000 百万円）、売上高他は変更されていない。SR 社では売上高は会社計画達成が厳しいと考えるものの、利益面では大きな違和感はなく、会社側のコスト削減努力の効果に注目をしている。

円安傾向にあることから、2016 年 2 月期に向けては原価率改善施策の動向を注視したい

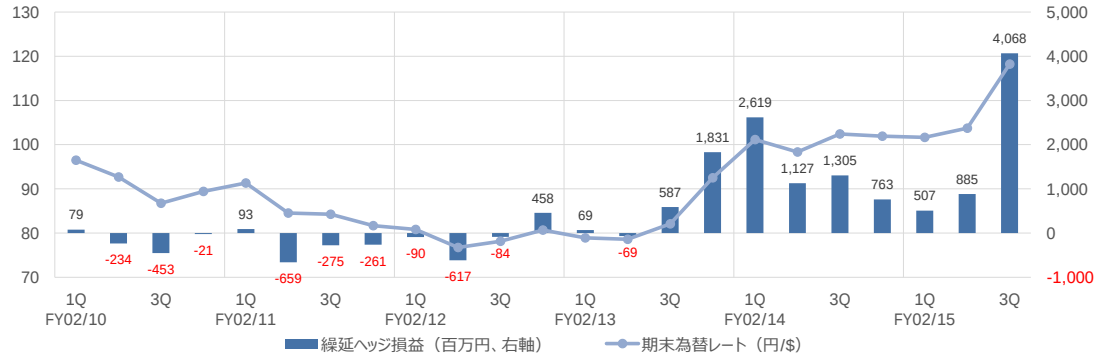
同社では原価率改善施策として、1）商品の付加価値上昇に伴う出荷価格の上昇、2）どのように低コストで商品をつくるか、3）顧客先に対する価格交渉、4）生産地見直し等による生産コストの低減などに取り組んでいる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

第 3 四半期の売上原価率は 78.4%と前年同期の 79.3%から 0.9 ポイント改善、第 3 四半期累計では 79.2%と同 0.3 ポイントの改善を見せた。売上高が第 3 四半期及び累計で各々6.7%、4.7%減少し、また、円安が進行する中での改善であり、上述の施策の効果は出ているものと考えられる。同社によると第 3 四半期累計での平均出荷単価は 5%ほど前年同期に対して上昇したとのこと。商品の付加価値上昇や価格交渉への取り組みについての効果が出ているものとみられる。

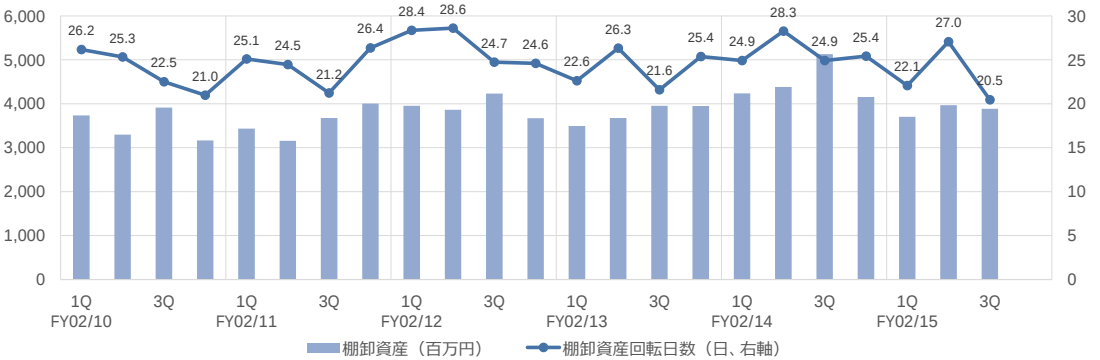
しかしながら、第 3 四半期及び足元の状況は、第 2 四半期時点から一段と円安傾向が進んでいることから、2016 年 2 月期に向けては更なる原価改善努力が必要となる。引き続き、原価改善施策の動向を注視したい。但し、貸借対照表の繰延ヘッジ損益（第 2 四半期末 885 百万円、第 3 四半期末 4,068 百万円）、及びその他流動資産の増加（デリバティブ債権）に表れているように、為替予約の対策は取られていると考えられる。

貸借対照表中の繰延ヘッジ損益と為替レートの推移



出所：会社資料、みずほ銀行よりSR作成

棚卸資産及び回転日数



出所：会社資料よりSR作成

販路拡大への取り組み：新規アパレルメーカの取り込みと収益性重視の姿勢

同社では、業界環境が厳しい中でも「顧客を見て商売をする」を忘れずに（顧客の）店頭での売れ筋の商品を生み出す確率が高まれば、競合に対して優位に立ち、業績成長は可能だとみている。円安の影響を同様に受けるなかで、同社のスケールメリット、特色である ODM、

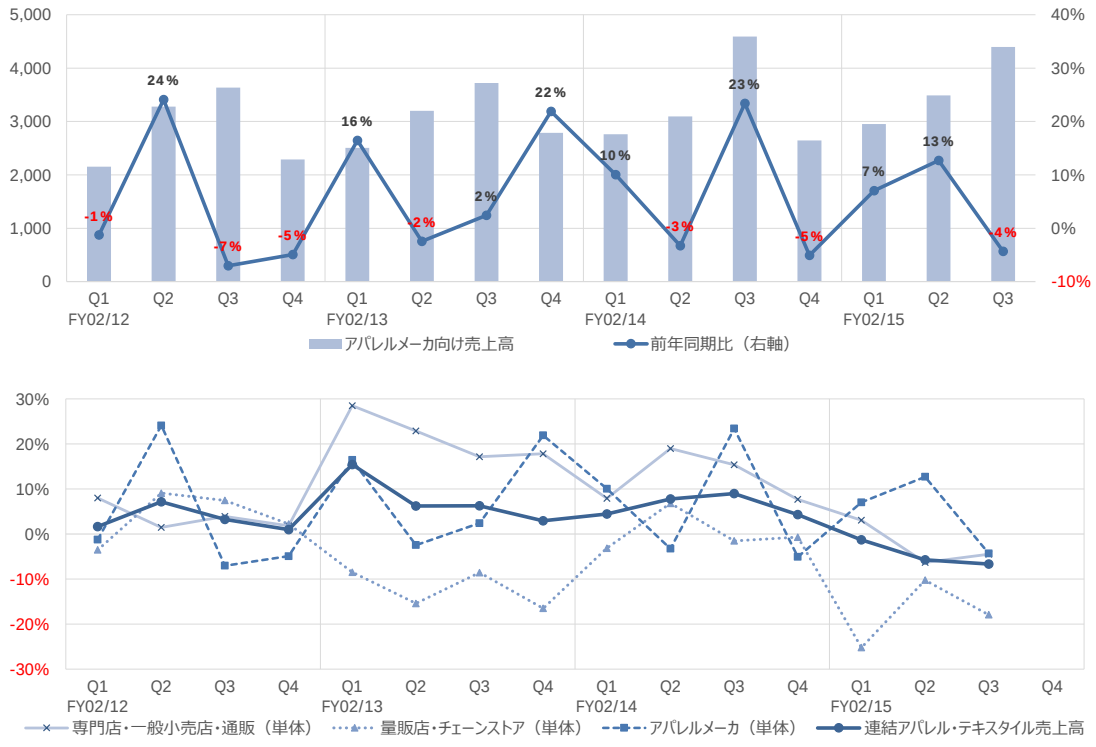
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

これらを武器に下期以降も成長を目指している。

そうした中で、SR ではアパレルメーカ向けの比率上昇に注目をしているが、第 3 四半期は累計こそ単体売上のアパレルメーカ向けは前年同期比 3.8%増となったが、第 3 四半期 3 ヶ月では同 4.3%減と伸び悩みが見られた。これは、既に取引のある大手向けの減少によるもの。新規拡充を狙っている先の売上高は上昇しており、既取引先向けの減少についても、同社ではここ 2 期ほど大きく伸びた反動が出ているもので、取引関係は良好であるとしている。

しまむら（東証 1 部 8227）向けは第 3 四半期単体売上高の 26.5%（累計では 29.7%）を占める。しまむらの売上高が第 3 四半期及び累計とも各々4.1%、2.0%成長する中で、単体売上高のしまむら向けは各々1.5%減、6.3%減と減少した。同社では、しまむら向けの減少については、部門毎に凸凹はあるものの、1）ここ 2 期ほど二桁を超える成長が続いていたこと、2）カットソーが落ち込んだことなどを要因としてみている。また、量販店向けの落ち込みは、収益性重視の姿勢が表れていると SR 社では考えている。

単体アパレル向け売上高、及び単体販路別売上高前年同期比（百万円）



出所：会社ヒアリング等によりSR作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 2 月期第 2 四半期実績（2014 年 9 月 30 日発表）

業績概要

売上高	36,034 百万円	（前年同期比 3.4%減）	（期初計画 38,700 百万円）
営業利益	578 百万円	（同 18.4%増）	（同 600 百万円）
経常利益	666 百万円	（同 19.2%増）	（同 640 百万円）
四半期純利益	444 百万円	（同 26.8%増）	（同 360 百万円）

事業環境

第 2 四半期累計期間（2014 年 3 月～8 月）の国内経済は、消費増税の影響を受けて個人消費が落ち込みを見せた。同社を取り巻く環境においても、2014 年 3 月～5 月まではほぼ前年並みで推移したものの、6 月～8 月は 1) 市場を牽引するトレンドを欠いたこと、2) 若者層を狙いとした小売業態の苦戦、3) 台風や集中豪雨などの天候要因が重なり、総じて苦戦を強いられる状況となった。

また、同社においては前年同期比で約 20%の円安進行の影響も重なり、収益を取り巻く環境は更に厳しいものとなった（同社では、大半の製品を中国の委託工場で生産している）。

厳しい環境下での同社取組

しかしながら、同社では、1) フレンチリネン素材などを用いた付加価値の高い商品の供給による商品単価の引き上げ、2) 中国内陸部やＡＳＥＡＮ諸国の生産拠点開拓による生産コストの見直し、などに取組み、経費面においても、3)販管費の約 3 割を占める物流コストを削減するために物流センターの効率性を高める努力を進めてきた。

取り組みの結果と実績の会社計画比

その結果、売上高は前年同期比で 3.4%減収となったものの、売上原価率は 79.6%と 0.1 ポイントの悪化にとどまり、販管費は前年同期比 5.4%減と減収率以上の削減に成功した。

営業利益は 578 百万円と会社計画 600 百万円には 3.7%の未達となったが、売上高の未達幅（6.9%）を勘案すると未達幅を圧縮したともいえる。

また、経常利益、当期利益については会社計画を超過達成した。要因について SR 社では、経常利益は営業外費用が同社想定の範囲内でおさまったこと、当期利益については固定資産売却益が 183 百万円計上されたことによるものと推定している。

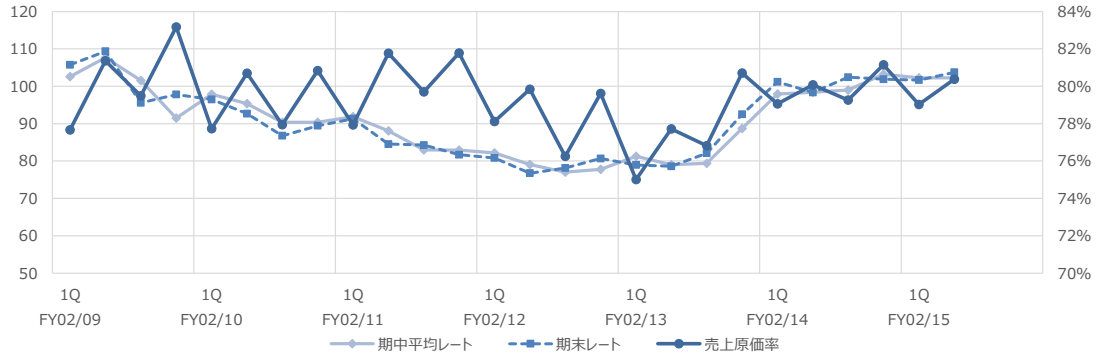
円安による原価率悪化を抑制

また、売上原価は前年同期比 0.1 ポイントの悪化に止まったが、賃貸事業等を除いた商品の売上原価率は 0.3 ポイントほど悪化したとみられる。為替が円安傾向であったことを考慮すれば、為替予約がなされていたとはいえ同社が取り組んでいる施策の効果で原価率の悪化を抑えたといえよう。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

同社では原価率改善のために、1）商品の付加価値上昇に伴う出荷価格の上昇、2）どのように低コストで商品をつくるか、3）顧客先に対する価格交渉に取り組んできた。その結果、付加価値の高い製品の供給による単価上昇、生産地見直し等による生産コストの低減により円安の影響を補って、原価率の大幅悪化を押しとどめた。

売上原価率、円/ドルレート推移



出所：みずほ銀行、会社資料よりSR社作成

販路拡大への取組み：アパレルメーカの着実な取り込み、量販店向けの収益性改善

同社では、業界環境が厳しい中でも「顧客を見て商売をする」を忘れずに（顧客の）店頭での売れ筋の商品を生み出す確率が高まれば、競合に対して優位に立ち、業績成長は可能だとみている。円安の影響を同様に受けるなかで、同社のスケールメリット、特色である ODM、これらを武器に下期以降も成長を目指している。

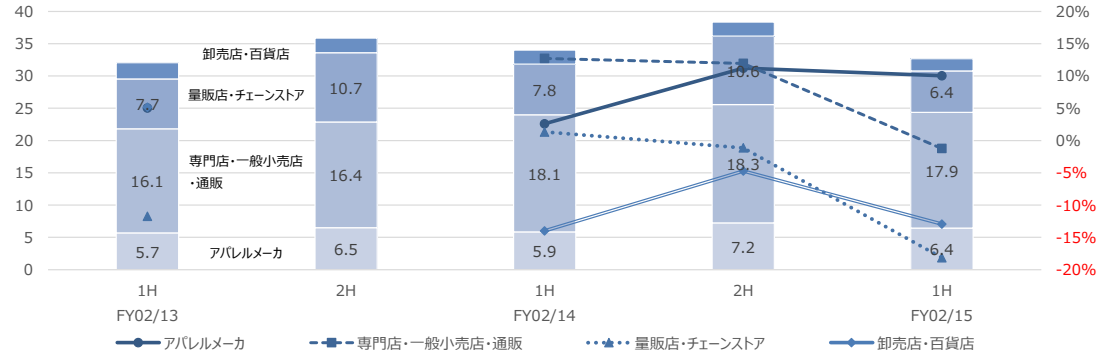
そうした中で、アパレルメーカ向けの比率が着実に増加している点に SR 社では注目している。同社の単体商品売上高が 32,701 百万円と前年同期比 3.9%減となり、販路別では専門店・一般小売店・通販、量販店・チェーンストア、卸売店、百貨店向けが軒並み前年同期比割れとなるなかで、アパレルメーカ向けは前年同期比 10.0%増、単体商品売上高に占める構成比も約 20%にまで拡大した。

アパレルメーカ向けの拡大は、同社がアパレルメーカの開拓を積極的に行っていることに加えて、アパレルメーカが大規模商業施設向けのブランド・価格帯（同社の得意な価格帯）を強化していることも背景の一つとみられる。

また、販路別では単体商品売上高の約 20%を占める量販店・チェーンストア向け（同社の売上高の約 3 割を占めるしまむらグループ向けは専門店・一般小売店・通販のカテゴリ）は前年同期比で 18%減となった。同社では、収益性を考慮した経営施策を取った結果であるとしている。販路拡大の成功例であった通販向けについては、上期はやや頭打ち感が出ているもようだ。また、しまむらグループ向けはほぼ前年同期比並みであった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

単体販路別商品売上高（十億円）

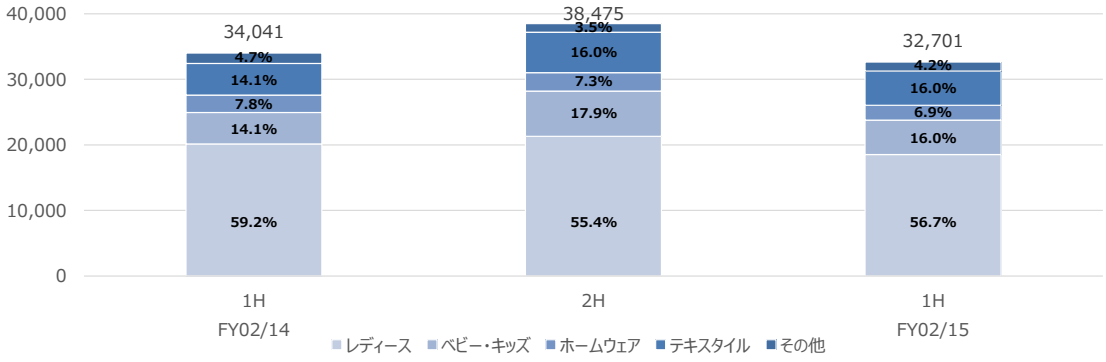


出所：会社資料よりSR社作成

単体部門別ではレディースが減、ベビー・キッズ及びテキスタイル・OEM が約 10%増

単体の部門別売上高は SR 社推定で、前年同期比レディースが 10%弱の減少、ベビー・キッズが 10%増加、ホームウェアが約 15%減少、テキスタイル・OEM が約 10%増加、メンズ他が約 15%減少となったとみられる。ベビー・キッズはディズニー関連商品を中心に売上高を伸ばし、また、一時的に同社との取引が減少した先も戻ってきたとみられる。テキスタイル・OEM の増加は、素材を納めていた顧客先に製品を納入するケースが増えてきたことが背景にある。また、レディースの減少は業界環境悪化の影響が大きかった。

単体部門別売上高（百万円）及び構成比



出所：会社資料よりSR社作成

ベラルディ

また、2013 年に国内販売を開始したブランド「BERARDI」は、同社によると「匂いは『すごい』出てきた」。ブランドとしての「匂い」は反面、「BERARDI」を展開する小売店舗で以前販売していたブランド「Anne Klein」とは異なることもあって、まだ販売が好調とはいえない。しかしながら、同社ではブランド定着には 5 年はかかると考えて着実に前進させていこうとしている。2014 年 10 月現在の店舗数は百貨店が 26 店舗、アウトレットが 1 店舗の計 27 店舗である。

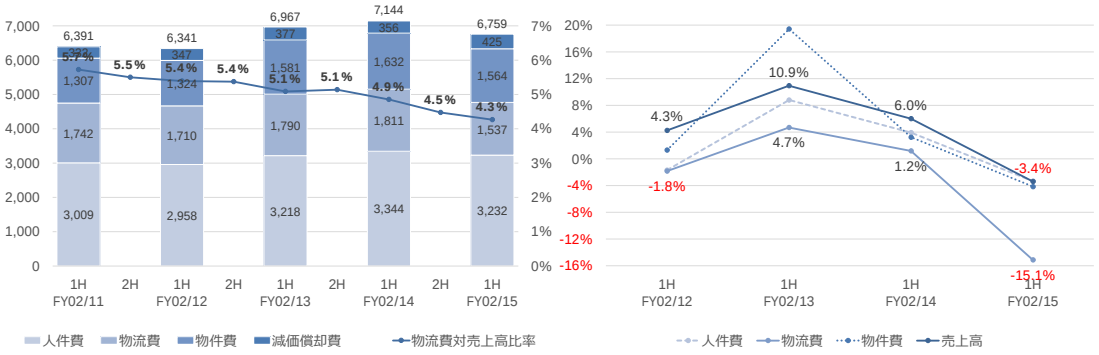
販管費は物流費削減の経営施策が効果を表し、営業増益に貢献

上期の販管費は前年同期比 5.4%減（385 百万円減）の 6,759 百万円と、売上高の減収率（同

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

3.4%）を超える減少率となった。内訳では、人件費・物件費が前年同期比 3%強の減少、減価償却費が増加するなかで、物流費は同 15.1%減少した。売上高を上回って減少した要因は、1) 平均単価が上昇していることから出荷枚数の減少幅は売上高より大きかったこと、2)物流センターのオペレーション改善が効果を表したことがあげられる。特に後者の影響が大きかった。パートタイマーのオペレーションの効率化を図ったことが物流費の減少につながっており、下期以降もその効果は継続すると考えられる。

販管費内訳及び前年同期比推移（百万円）



出所：会社資料よりSR社作成

2015 年 2 月期通期計画

同社は 2015 年 2 月期通期計画を変更していない。上期の売上高は会社計画に対して 6.9%未達（営業利益は達成）となったが、通期は期初計画（82,000 百万円）を目標にしなければならないとしている。そのために、上述のようにアパレルメーカ向けの更なる強化、素材のみの取引から製品の取引への拡大などの取組みを行っている。また、顧客との価格交渉についても引き続き努力していくとしている。

グローバルチャレンジの状況

国際営業部

同社では海外展開をテーマに 2010 年にグローバルチャレンジプロジェクトを立ち上げた。上期は 2014 年 3 月に貿易部を国際営業部へと変更し、新規事業開発室を新設した。国際営業部の売上高は 2013 年 2 月期の 31 億円、2014 年 2 月期の 41 億円（上期は 22 億円）に対して、2015 年 2 月期上期は 24 億円と着実に伸長している。なお、新規事業開発室においては、2014 年 10 月現在、米国ニューヨーク発のブランド小売業を立ち上げるべく準備中であり、アジアにおいても有力企業との提携を通じた小売業の展開を模索している。

生産拠点のアセアンシフト

また、生産拠点の面では、2013 年 7 月にホーチミン駐在員事務所を開設していたが、中国での生産比率は 2014 年 2 月期の 97%から 2015 年 2 月期上期は 91%まで減少、売上原価低減に寄与している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

賃貸事業

株式会社パルコ（東証 1 部 8251）の事業戦略の一つである「ゼロゲート事業」の名古屋店「名古屋 ZERO GATE」が 2014 年 10 月にオープンした。同社は底地を賃貸しており下期から賃貸事業の業績に寄与してくる。本格寄与は 2016 年 2 月期以降だが、業績の底上げが期待される。

連結子会社マックスアンドグローイングの吸収合併

同社は 9 月 30 日に、2012 年 2 月 29 日に連結子会社化したマックスアンドグローイングを同社に吸収合併することを発表した。合併の効力は 2014 年 12 月 1 日に発生する予定。

マックスアンドグローイングはゴルフウエア・グッズの企画販売を行っており、2014 年 2 月期の業績は、売上高 924 百万円、営業損失 26 百万円、当期純損失 30 百万円であった。

同社では業績への影響について、100%出資の連結子会社との合併であり連結業績への影響はないものの、単体業績においては抱合せ株式消滅差損として特別損失が発生する可能性があるとしている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2015 年 2 月期第 1 四半期実績（2014 年 6 月 26 日発表）

業績概要

売上高	19,384 百万円	（前年同期比 1.3%減）
営業利益	555 百万円	（同 48.9%増）
経常利益	605 百万円	（同 33.7%増）
四半期純利益	429 百万円	（同 58.1%増）

会社計画比

2015 年 2 月期上期会社計画に対する達成率は売上高で 50.1%、営業利益で 92.5%となった。一部天候不順の影響があり、売上高は会社計画に対して未達となったが、営業利益は減収にもかかわらず概ね会社計画線であったと SR 社では推定している。

ただし、2015 年 2 月期の会社計画売上高（前期比 3.3%増収）にも表れているように、同社には売上高を伸長させたいという経営方針がある。価格見直しが進んでいることからは、売上の前年同期比減収幅以上の数量減があったと SR 社ではみている。利益面では概ね計画線にあるものの、同社では数量が減少していることに対し問題意識を強く持っているとみられる。

2014 年 2 月期の取り組みを踏まえた 2015 年 2 月期第 1 四半期実績

2014 年 2 月期は円安傾向に備えるための取り組みとして、1）中期的には生産拠点の ASEAN 諸国へのシフトや新規顧客の開拓、生産性向上や付加価値商品の拡大に努め、1）また、短期的に利益を確保するために、売上の拡大や価格転嫁に注力してきた。その結果、2014 年 2 月期は第 1 四半期から第 4 四半期にかけて円安の影響は拡大したものの、粗利率への影響を最小限に抑えてきたという背景がある。

第 1 四半期は前年同期比減収ながらも粗利率を改善

そうしたなか、第 1 四半期（3－5 月期）の売上高は 19,384 百万円（前年同期比 1.3%減）、営業利益は 555 百万円（同 48.9%増）、経常利益は 605 百万円（同 33.7%増）、四半期純利益は 429 百万円（前年同期比 58.1%増）となった。

売上高は業界牽引役の不在（前年同期は花柄ボトムが牽引）、一部天候不順（3 月の大雪）の影響を受け前年同期比減となった。しかしながら、粗利率（0.1 ポイント改善）・営業利益率（1.0 ポイント改善）ともに改善した。これは、価格への転嫁や物流費等のコスト削減効果など、前述した前期からの施策の効果が表れたものである。

商品別、顧客先別概要

商品別では、レディースアパレルは昨年の花柄ボトムのような牽引役が不在で不調となったが、ベビー・キッズアパレルは、顧客先の自社生産からの退行傾向もあり堅調であったもようである。テキスタイル・OEM についても、2014 年 2 月期の流れ（テキスタイル・OEM の売上高は前期比 5.5%増であった）を継続しているとのこと。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

顧客先別では、同社の主要顧客であるしまむらグループ向けの売上高（単体）は前年同期比5.3%増の 5,946 百万円（単体売上高構成比 30.7%）となった。

業界環境と同社の取組み

業界環境

直近の内閣府景気ウォッチャー調査によれば、「景気は、緩やかな回復基調が続いているが、消費税率引上げに伴う駆込み需要の反動により、このところ弱い動きもみられる」とし、一方で、「先行きについては、緩やかに回復していくと見込まれる」との判断が示されている。

同社を取り巻く環境としては、４月以降、増税前の駆け込みで売上を大きく伸ばした高額品などが厳しい状態で推移する一方で、大手専門店チェーンや商業施設では前年実績を上回る推移もみられた。また、一部の専門店では、品質を高めたワンランク上の商品を投入して価格帯全体を見直す動きも出始めている。

また、業界全体に先行きに対する慎重さがみられ、その結果、顧客先では商品仕入（同社にとっては売上）に対して慎重な面もみられるとのこと。

同社の取り組みと実績

こうした環境下、売上シェアの拡大に向けて、品質・素材・デザイン・機能性など商品の付加価値を高める取り組みを行った。また、コスト面では、円安傾向の定着、原材料価格や中国委託工場の人件費などのコスト上昇に対処すべく、東南アジア諸国における生産拠点を拡充してきた。物流センターの生産性向上をはじめ、あらゆる観点から販管費の抑制と削減にも努めてきた。その結果、売上高は前年同期比 1.3%減となったものの、営業利益は同 48.9%増と大幅に改善を見せた。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の財務諸表へ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

今期の会社予想

FY02/16予想（百万円）	FY02/14 上期	下期	通期	FY02/15 上期	下期	通期	FY02/16 上期会予	下期会予	通期会予
売上高	**37,301**	**42,069**	**79,370**	**36,034**	**41,622**	**77,656**	**36,800**	**42,700**	**79,500**
YoY	6.0%	6.9%	6.5%	-3.4%	-1.1%	-2.2%	2.1%	2.6%	2.4%
売上原価	29,671	33,691	63,362	28,701	33,049	61,750			
売上総利益	**7,632**	**8,376**	**16,008**	**7,338**	**8,567**	**15,905**			
YoY	-8.6%	-0.7%	-4.6%	-3.9%	2.3%	-0.6%			
売上総利益率	20.5%	19.9%	20.2%	20.4%	20.6%	20.5%			
販管費	7,144	6,949	14,093	6,759	6,898	13,657			
売上高比	19.2%	16.5%	17.8%	18.8%	16.6%	17.6%			
営業利益	**488**	**1,433**	**1,921**	**578**	**1,669**	**2,247**	**700**	**2,000**	**2,700**
YoY	-64.8%	5.6%	-30.0%	18.4%	16.5%	17.0%	21.1%	19.8%	20.2%
営業利益率	1.3%	3.4%	2.4%	1.6%	4.0%	2.9%	1.9%	4.7%	3.4%
経常利益	**558**	**1,452**	**2,010**	**666**	**1,736**	**2,402**	**800**	**2,050**	**2,850**
YoY	-60.7%	-0.1%	-30.1%	19.4%	19.6%	19.5%	20.1%	18.1%	18.7%
経常利益率	1.5%	3.5%	2.5%	1.8%	4.2%	3.1%	2.2%	4.8%	3.6%
当期純利益	**350**	**802**	**1,152**	**444**	**616**	**1,060**	**500**	**1,200**	**1,700**
YoY	20.4%	15.1%	-20.2%	26.9%	-23.2%	-8.0%	12.6%	94.8%	60.4%

出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2016 年 2 月期会社計画

2016 年 2 月期会社計画は、売上高 79,500 百万円（前期比 2.4%増）、営業利益 2,700 百万円（同 20.1%増）、経常利益 2,850 百万円（同 18.6%増）、当期利益 1,700 百万円（同 60.3%増）、年間配当 8 円（配当性向 21.9%）を同社では見込んでいる。

業界環境としては、大企業を中心とする賃上げや賞与増額といった好材料はあるものの、衣料品業界においては、1）消費支出に占める衣料品の優先順位の低下やファッションのカジュアル化・ベーシック化の進行により、商品単価を引き上げ難い状況が継続し、2）円安傾向の定着と海外生産地である新興国における賃金上昇により、コスト上昇圧力は一段と増すことを同社では予想している。

こうした状況を踏まえて、同社では、1）売上シェアの拡大、2）商品付加価値の向上、3）品質の更なる向上、4）コスト削減、5）海外向けの販売強化、に取り組むとしている。

売上シェアの向上

営業部門の組織を改編し、主要事業であるレディースアパレルについて従来のアイテム別・年齢層別の組織に加えて、販売チャネル別の販売部を 2015 年 3 月 1 日より立ち上げた。これにより、百貨店アパレル、大手専門店、ヤング専門店、通販など販路毎に得意先を開拓・深耕していくとしている。

商品付加価値向上

素材の段階から得意先と取り組むことで、消費者に対して個性や特徴、価格を上回る価値を訴求できる商品の展開を図るとしている。また、2014 年 3 月に立ち上げた英国式紡績機と織機は、同社オリジナル素材の開発を目的としたものである。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

品質向上、コスト削減

中国大連に QC センターを立ち上げ、生産地に近いところで検品精度の向上と縫製技術の指導を行い品質の安定性を図る計画。また、中国内陸部や ASEAN 諸国における生産地の開拓を継続し、海外輸送効率の向上、物流センターの更なる生産性向上に取り組むとのこと。

海外向け販売強化

円安により、欧米のラグジュアリーブランド向けを主体に売上高は堅調に推移しているが、輸出に限ることなく、海外得意先との OEM/ODM の取組を進め、為替に左右されない営業基盤構築に着手するとしている。

中長期業績見通し

同社は中期経営計画を公表していないが、トップマネジメントによると、2015 年 2 月期を目途に売上高 800 億円、2017 年 2 月期には売上高 1,000 億円、営業利益率として 10%程度を目指したいとしている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

事業内容

ビジネス概要

事業概要

同社は、名古屋に現存する繊維商社としては最も古い歴史を有している。愛知県は古くから繊維の産地として知られており、尾張織物として江戸時代から全国に流通していた。なかでも同社は十代、260 余年以上の伝統を誇る老舗である。

時を経て（沿革の項を参照）、2014 年 2 月期において同社は、広義では繊維専門商社というカテゴリに属するが、テキスタイル（生地）、ブランド服の生産、チェーンストア（量販店）・専門店向けアパレル製品の生産、雑貨小売業、さらに不動産など事業展開は多岐にわたる。主力事業はチェーンストア・専門店向けのアパレル事業となる。

2014 年 2 月期における事業構成比は、繊維製品の製造販売関連事業（アパレル・テキスタイル関連事業）が 94.0%、賃貸事業が 0.3%、その他が 5.7%となっている。繊維製品の内訳となる商品別売上構成比は、レディースアパレルが 57.2%、ベビー・キッズアパレル 16.1%、ホームウェア 7.6%、テキスタイル・OEM15.1%、その他 4.1%となっている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ビジネスモデル

同社は、バリューチェーンのほぼ全てに関わっている（関わり方は、ビジネスによって異なる。下記図表の黄色部分）。

タキヒヨーのバリューチェーン

出所：SR社作成

同社のビジネスモデルは、①専門店・チェーンストア向けアパレル（アパレル営業部）、②百貨店アパレル（リテール営業部）、③テキスタイル・OEM（テキスタイル営業部）によって異なる。

①　専門店・チェーンストア向けアパレル

出所：SR社作成

専門店、チェーンストア向けのビジネスモデルは、しまむら（東証 1 部 8227）や、イオン(東証 1 部 8267)向けに、レディースアパレル、キッズ・ベビーアパレル、ホームウェアを生産・販売（卸し）している。生産は、90%以上を中国メーカーから調達しているが、協力工場は 120 社にのぼり、中でも華東の江蘇省、山東省、浙江省に最も集中している。上海の現地法

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

人が協力工場と本社のパイプ役として納期管理や品質管理を行っている。

チェーンストアと専門店との取引形態は受注生産であるため買取となる。一般的に仕入形態には、買取、委託（返品可買取）、消化などがある。買取の場合は、返品不可の買取となる。委託とは、小売店が一旦仕入れを起こし在庫は小売店に移るが、売れ残った場合は返品が可能である。消化とは、小売店が販売した時点で仕入れが起こる仕入形態である（在庫の項を参照）。

商品開発プロセスおよびサイクル

出所：SR社作成

商品開発に関しては、MD（マーチャンダイザー：シーズンのトレンドやマーケットの動きを把握し、商品開発や価格などを計画する役割）や営業は、店頭リサーチなどで得たトレンドの収集をもとに、企画を提案。そこに企画を具体化するデザイナーが加わり、新しいスタイリングの提案を加える。デザイン画を元にパターン（型紙）を作成し、ひとつひとつ手作業で、形と色、素材を組み合わせてサンプル品を仕上げる。

2000 年前後から、展示会方式で取引先にサンプルを展示しながら受注を受ける営業スタイルが定着しつつある。同社では単品による商品づくりから、コーディネートや上下セット、周辺商品を含めた「面」でのスタイル提案へ転換を進めている。

同社によると、受注契約を結んだ後、海外の契約工場の中からその製品に最も適した生産環境を選び出す。生産工程やクオリティについては、1 カ月に 1 度は現地に赴きチェックする模様。

海外工場から出荷された商品は、船便または航空便で日本へ運ばれ、同社の物流センターに集約され顧客の指定場所に納品する。MD や営業がそれぞれの担当売り場へ行き、店全体のバランスを考慮しながら売れ筋商品を目立つ配置にするなど、売れる仕組みを考える。また、取引先と接しながら流行やニーズを把握し、追加生産や次の展開のアイディアにつなげている。

一般的にファッション・シーズンは 4 つに分けられ、さらにいくつかの小シーズン（例えば初夏）に区分される（②百貨店および、③OEM も同様）。各々のシーズンごとに、商品企画チームはサンプル商品を開発し、シーズンに合わせた内覧会で公開する。商品の制作は、展示会で発注を受けてから開始する。追加注文は、シーズン半ばの小規模展示会や内覧会を基に行う。商品企画チームは、より追加注文の可能性が高い商品を生産できるような体制を整える。年間を通じ名古屋本社で約 30 回、東京支店で約 40 回、大阪支店で約 20 回、全社で

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

計 90 回程度の展示会を開催している。営業日数でみると 2.5 日で 1 回の頻度である。小売の店頭では、52 週 MD とも称されるように、毎週のように店頭の品揃えを見直し消費者を飽きさせぬよう売れ筋を追求し続けることが求められる。

このような環境の中、短納期を可能とするクイックレスポンス（QR）対応が求められている。同社は中国、韓国をはじめとした海外生産工場との密接な関係を構築し、生産ラインの固定化に努めている。一方でラインのキャパシティを把握することに注力し、ラインの能力に応じた生産を実行することにより必要とする数量を必要なときに生産できる体制づくりに努めた。その結果、同社の QR 体制はリードタイム（全アイテムの生産指示から納品までの日数）では平均 30 日、製品によっては 14 日までの短縮が可能になっている。

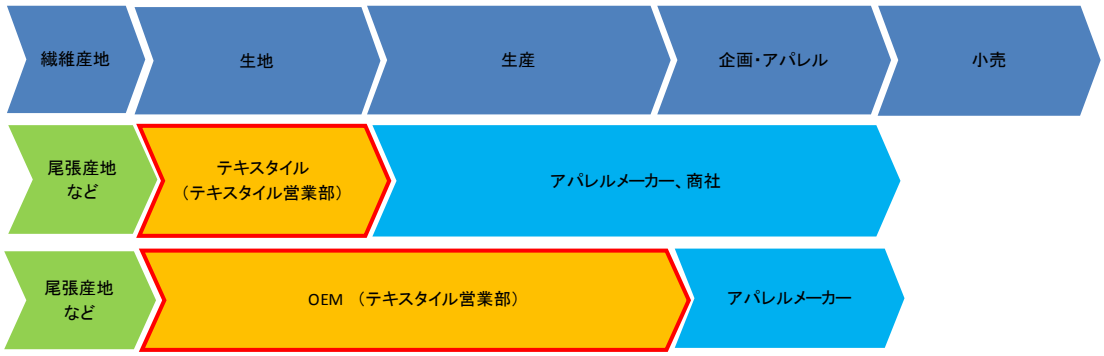
②　百貨店アパレル

出所：SR社作成

百貨店向けアパレルでは、「ベラルディ（主なブランドの項を参照）」をライセンス形態（ライセンスブランドの項を参照）により百貨店に出店し消化取引により展開している。一般的な百貨店における販売形態と同様に、同社がディスプレイ、店舗在庫を保有し、また販売員を派遣する。店舗自体は百貨店の所有で、販売した商品は百貨店の売上として計上される（売上はいったん百貨店の POS および会計システムを経由するが、自社の店舗システムを併用し、タイムリーな売上・在庫の管理を行っている）。会計上は、当該販売は同社の卸売売上として計上される。しかし、実際には同社が小売業者として在庫リスクやその他の事業リスクを負っている。一方、百貨店は売場スペースを提供する点で、ある意味地主に近いといえる。百貨店の売上総利益率は基本的には賃貸料と同じであり、売上に占める一定割合として算出される。卸売価格は、「歩率」と呼ばれる割合によって決定される。この「歩率」が、百貨店の売上総利益率に該当する。参考として、アパレルの場合は通常その割合が 30%から 40%の幅で設定されることが多い。返品および売れ残り在庫は同社の責任範囲となり、（定価かバーゲン価格かという）商品価格の決定は同社が行う。

③　テキスタイル事業・OEM

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



出所：SR社作成

テキスタイル事業ではアパレルメーカや商社向けに生地を生産・販売する。OEM ではアパレルメーカが顧客となり、相手先ブランドの生産を行う。

OEM（Original Equipment Manufacture の略）とは、商品の企画・デザインはアパレルメーカや専門店などが行い、生産背景や素材調達機能を持つ繊維商社は、指定されたスペックにしたがってモノづくりを行い納品するという川中から川下を担う役割である。同社における OEM は、テキスタイル部門が海外において、婦人服を完成品まで仕上げる縫製加工事業に本格参入した 2000 年から始まった（利益率の向上と、縮小するテキスタイル市場のみでは収益が厳しいといった背景があった）。テキスタイル部門は、大手アパレルメーカとの取引が多くを占めている。日本有数の織物産地である尾州産地との密接な関係から、「毛織はタキヒヨーから」という大手アパレルメーカの信頼関係を長年に渡って構築していた。オリジナル開発の素材を武器に製品を提案できることが強みでもあり製品納め（生地納めに対して）の割合が徐々に増えていった。

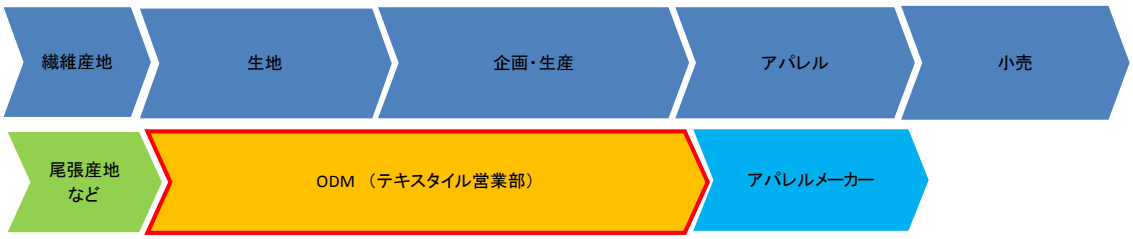
他ビジネスと比較し、売上総利益率は 10～15%程度と低いものの、大手アパレルメーカの信頼関係を長年に渡って構築してきた同社の心臓部（ベース）ともいえる。

例えば、高級ダウンジャケットで有名な海外ブランドに 10 年以上もの間、国産の生地を卸している。非常にきめ細かい生地（羽毛が抜け落ちない程の高水準）を豊富なカラーバリエーションで納めており、この実績が評価され、世界的なラグジュアリーブランドともビジネスを構築することができたようだ。この高い技術力が、競争力の原点と同社は自負している。日本のアパレル業界では、生地の競争力は価格訴求になりがちだが、同社はあくまでも品質訴求にこだわりメイドインジャパンで世界に通用する洋服作りを目指している。

また、ウールの尾州（愛知県西部）といわれるように、同社は産地との関係が密接である。2006 年に一宮市（愛知県）の毛織物工場を借り受け、原料選びから紡糸、染色、生地作り、デザイン、縫製、製品まで、ものづくりの全プロセスに関わる試みを開始した。原糸のかたまりから糸を紡ぐ英国式紡機は、仕上がる糸にムラができ、独特の個性ある風合いが魅力とされている。同社によると、約 100 年前から使われている機械で 100 年前と同じ糸を再現し、ひと味違う斬新なウール素材を生産しているようだ。2008 年秋冬物展示会から、この素材を使った紳士向けジャケット、パンツなどが出展されている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

OEM から ODM へ



出所：SR社作成

ODM（Original Design Manufacture の略）とは、繊維商社自らが店頭リサーチし、売れ筋を先読みした商品の企画デザインを行い、商品サンプルの形でアパレルメーカに提案するものである。ODM の場合、繊維商社が提案を行う時点で、デザインだけでなく、素材やロット、納期、価格まで大枠を決めているので、アパレルメーカは「買うか買わないか」の判断を下すこととなり、OEM に企画機能を加えた形態と言える。OEM と比較した場合、繊維商社にとってはマーケットリサーチ、企画・デザイン、サンプル作成、短納期（30 日以下のリードタイム）をクリアできる生産体制などの総合力を問われることになる。

個々のブランドにどの程度の品揃えをするかは、多くの要因に基づいた複雑な意思決定が必要となる。同社は ODM として機能していくためには、どのファッションスタイルのアパレル商品がどの程度売れるかを予測しなければならない。経営陣は、例えばリスクとなり得る在庫量と市場に投入する新商品の数量に関し、どの程度強気の予測を立てるかについて包括的な決定を下す。これは、市場の全体的な経済状況ならびにボトムアップおよびトップダウン双方による情報に基づいた決定に左右される。

ライセンスブランド

同社のブランドには、ライセンスブランドとプライベートブランドが存在する。ディズニーをはじめとするライセンスブランドは、プロパティー（キャラクターやブランドロゴ）の許諾をライセンサー（ライセンスの提供元）から受けて商品を製造・販売し、売上に応じてライセンス料をライセンサーに支払うことになる。従って、このライセンス料を吸収すべく同社としては高い売上総利益率（35%～45%程度）を目指している。ライセンス料の比率はブランドによって異なるが、SR 社では小売店頭価格の 5～15%程度と推測している。ネットの売上総利益率は 25%程度が目安となる。

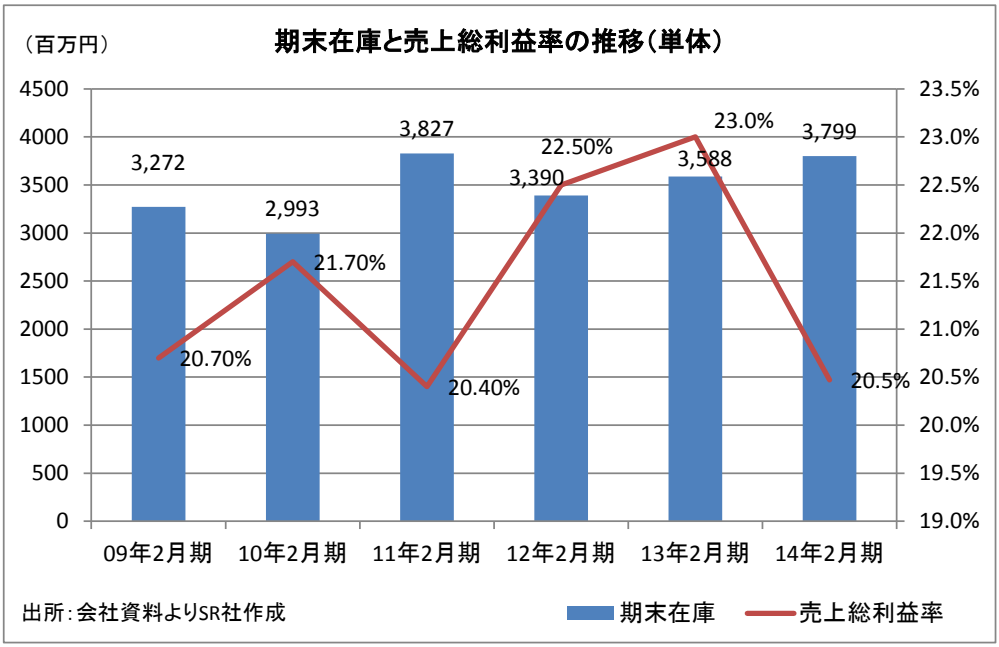
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

在庫について

同社のビジネスモデルでは、展示会で発注を受けてから商品の制作を開始するので、基本的には在庫リスクが存在しないが、一部（1 割未満の商品）の生地においては見込み生産をしている。また、百貨店は消化仕入れのため、百貨店の店頭商品は同社の在庫となる。

> アパレルメーカと日本の百貨店との関係で使用される用語についての注記。
> 主要な販売方法を意味する用語としては、「消化取引」（販売した分のみの仕入れ）があり、通常”consignment sales”と英訳される。紛らわしいことに、「委託販売」と呼ばれる取引も”consignment sales”と英訳されることが多いが、実際には両社の取引方法は異なる。前者（販売した分のみの仕入れ）は、実際に販売されるまで、商品の所有権は百貨店に移転しないことから、商品は百貨店の在庫品としては計上されない。一方、後者（委託販売）は、商品は百貨店の在庫品となる（売れ残った場合はメーカーに返品される）。

また、同社は年に 4 回（春・夏・秋・冬）、小売店で最も売れる時期の 1 カ月前には残っている在庫を仕入れ価格の半値に落としている。この在庫には、物流センター内の在庫、輸送中の在庫も含まれる。翌年に売れ残った場合には更に半値にするなど保守的な会計方針となっている。正値で売れる商品の増加に伴い（期末在庫は低下）、売上総利益率は改善する。



一方、小売店における値引きは各シーズン末に実施される。シーズン中の国内販売における特徴は、欧米の店舗に比べて値引率が低く、早期に始まる点である。SR 社のみるところ、欧州ではバーゲン・セール期間中は一般的に 50%～70%の値引きが実施されるが、日本では 30～50%の値引きがなされる場合が多い。日本のモデルでは、シーズン初めに正規料金で販売する期間が比較的短く、シーズン半ばには 30%程度価格を下げるなど早い段階でより値引きを実施するが、各シーズン末における値引きが不要となる。この結果として、シーズン中

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

の業績変動はある程度穏やかなものとなる。

不動産事業

同社は不動産の賃貸、管理及びそれらに関連する事業活動を行っている。対象不動産は、新橋のビクタービル（取得価格 38.6 億円）、名古屋市中区の物件（取得価格 120 億円程度 ）が挙げられ、新橋のビクタービルは同社の事務所となっているが、余剰部分をオフィススペースや店舗として賃貸している。名古屋の物件は株式会社パルコに賃貸することが決定し、2014 年秋に「名古屋 ZERO GATE」がオープンした。

この土地の購入の背景は、2007 年に譲渡した原宿支店の土地・建物売却代金（総額 81 億円）を再投資し、収益物件として有効活用を図っていく計画であった。その後、長方形型の土地の方が再開発に容易ということもあり、購入した土地の周囲に売却物件が出た際に追加購入を進めた。子会社ティー・ティー・シー株式会社が、不動産の賃貸管理を行っている。

その他事業

株式会社タキヒヨー・オペレーション・プラザが、主に海外で生産された商品を顧客店舗毎に仕分け、梱包、出荷するデリバリー関連業務を担っている。また、ティーエルシー株式会社が、化成品の他、飲食業やファッション小物の小売業、生活関連事業を行っている。

商品別事業内容

レディースアパレル

顧客はしまむらを中心としたチェーンストアや専門店、百貨店となる。チェーンストアや専門店における価格帯は 1,900 円や 2,900 円が主流となり、取引形態は買取となっている。小売店向けは、全体的に売上総利益率は高い。チェーンストアおよび専門店向けのアパレル商品における同社の売上総利益率は、平均して 25%程度の模様。百貨店向けアパレル商品は、更に若干高いと推測される。

ベビー・キッズアパレル

顧客は小売店。2000 年代前半に台頭した西松屋（東証 1 部 7545）が、価格訴求をした経緯で、イオンやイトーヨーカ堂（セブン＆アイ・ホールディングス、東証 1 部 3382）などのチェーンストアにおいてベビー服の売れ行きが低迷し、売上総利益率は低下傾向にはある。ディズニーなどライセンス商品比率が高いため、ロイヤリティ費の負担はあるものの、収益性は依然として高くアパレル商品における利益の 2 割程度を稼ぐ。ベビー用品は、一部日本国内で生産されている。

ホームウェア

顧客は小売店。パジャマや、リラックスウェア、寝具を扱う。ニトリ（東証 1 部 9843）が価格訴求をした経緯で、ベビー・キッズアパレルと同様に売上総利益率は低下傾向にあり、平均 25%程度となっている模様。主に、イオンのトップバリューを受注している。アパレル商品における利益の 1 割程度を稼ぐ。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

テキスタイル・OEM

テキスタイル・OEM 事業の売上総利益率は他アパレルと比較し低い。テキスタイルは単価が高く、高級アパレル向けが多い。OEM の顧客はワールド、オンワード樫山（オンワードホールディングス、東証 1 部 8016）、イトキン、ファイブフォックスといった大手アパレルメーカとなる。テキスタイル事業における売上総利益率は 15%程度、OEM は他アパレルと同様 25%程度になっている模様。

主なブランド

主なライセンスブランド

百貨店婦人ブランド

BERARDI

メンズブランド

MEN'S CLUB

子供・ベビーブランド

Disney　HANG TEN　h.n.c. hiromichi nakano children

出所：会社側資料よりSR社作成

BERARDI(ベラルディ)：ジボ・コー株式会社（GIBO-CO S.P.A.）のブランドの一つである、高級婦人既製服「アントニオ・ベラルディ」のディフュージョンブランド（セカンドブランドと同義、デザイナーブランドの普及版として求めやすい価格に設定した商品群）として 2013 年 2 月より、37 年間契約関係にあったアンクラインニューヨークに替わって展開。アントニオ・ベラルディは、1995 年にイギリス人デザイナーであるアントニオ・ベラルディがシグネチャーブランド（デザイナーの名前を冠したブランド）を立ち上げたのが始まり。2000 年にはミラノコレクションに参加。2006 年からは拠点をミラノに移し、ロンドンコレクショ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ンに参加している。 詳細は、戦略の項を参照。

Disney：同社のディズニーアイテムは、ウォルト・ディズニー・ジャパン（株）とのライセンス契約のもと、「Disney Baby（ディズニーベビー）」や、「Disney（レディース）」、「Disney (ホームウェア)」などを商品展開。

HANG TEN（ハンテン）：幼稚園児から小学生までの男児へ向けた、ボーダーアイテムや、マリン風のカジュアルウェア「HANG TEN（ベビー・キッズ）」、さらにアメリカ西海岸をテーマ（サーフィンスタイル）にした「HANG TEN（ホームウェア）」を商品展開している。

hiromichi nakano children（ヒロミチナカノチルドレン）：同社では、トレンドに敏感な小学生から 10 代のためのトータルコーディネート型本格派デザイナーズブランドとして「hiromichi nakano children（ベビー・キッズ）」や、デザイナーズスリーピングウェア（パジャマ）「hiromichi nakano（ホームウェア）」を展開している。

MEN'S CLUB:定番スタイルを取り入れた正統派のメンズウェアとホームウェアを扱う。

主なブランド直営店

出所：会社側資料よりSR社作成

TAC-PAC（タック・パック）：ミラノ、ニューヨークを中心とした 20 種類以上の海外有名ブランドを品揃えした「アウトレットショップ」、愛知県で 1 店舗を展開。

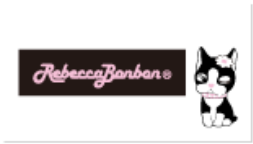
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

Zoy（ゾーイ）：シンプル、クラッシックをコンセプトとしたトラッド系ゴルフウエアに加え、ゴルフ関連グッズを展開。2011 年 7 月期のマックスアンドグローイング社（2013 年 2 月期から 100%子会社）の業績は、 売上高 9.5 億円、 営業利益 1,400 万円となっており、21 店舗（直営 6、FC 2、百貨店 13）で販売している。

出所：会社側資料

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他ライセンスブランド



【REBECCABONBON】
レベッカボンボン

【Peanuts】
ピーナッツ

【PINGU】
ピングー

【きかんしゃトーマス】

【Wrangler】
ラングラー

【SMILEY FACE】
スマイリーフェイス

【LOVERS KIDS】
ラヴァーズキッズ

【OO-LA-LA SASSON】
オーララサッソン

【suzy's zoo】
スージー・ズー

【SOMETHING】
サムシング

【IVY LEAGUERS CLUB】
アイヴィーリーガーズクラブ

【NUMBER】
ナンバー

【LOONEY TUNES】
ルーニー・テューンズ

【SPALDING】
スポルディング

【marie claire】
マリ・クレール

【NICE CLAUP】
ナイスクラップ

【MARVEL】
マーベル

【EDWIN】
エドウィン

【chambre de croissant】
シャンブルドクロワッサン

【OTSUIKI
HIROKO KOSHINO STUDIO】
オツイキ・ヒロココシノ・スタジオ

主なプライベートブランド

【Primage】プリメージュ

【Krone】クローネ

【Lecur】レクール

【風水】ふうすい

出所：会社側資料よりSR社作成

primage（プリメージュ）：ミセス向けオリジナルブランド。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

Krone（クローネ）：同社によると、ソフト・シック・エレガントをコンセプトにしたミセス向けの商品。同社のオリジナルブランドであるが、卸し先ブランドや、ダブルネームとしての展開もある。しまむらをはじめとしたチェーンストア向けに衣料品を企画販売している。

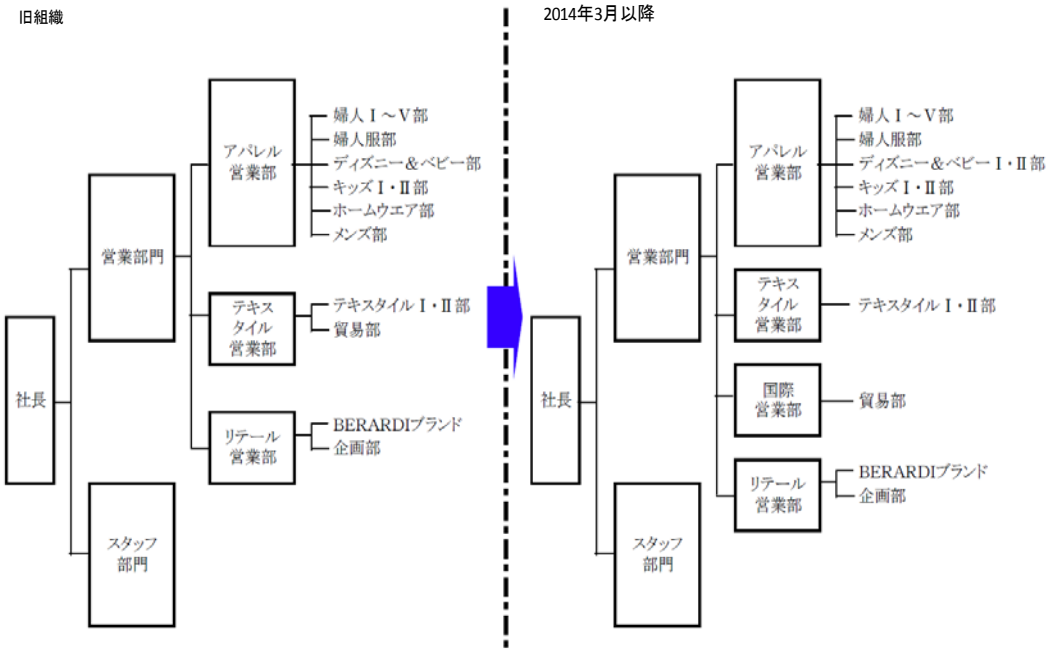
lecur（レクール）：同社が海外マーケット開拓の試金石として、進めている自社ブランド。ブランド名はフランス語で「本物」を意味する。エレガンス＆カジュアルといったコンセプトで中高年向けに展開する。

風水（ふうすい）：生活空間に関するアイテムを展開、インテリアおよびインテリア小物類を中心としたブランド。

組織体制

同社は 2014 年 3 月､中長期ビジョンとして掲げる｢グローバルチャレンジ ～変革と前進～｣のもと、グローバル事業への取り組みを一層強化する観点から「国際営業部」を新設した。

ディズニー＆ベビー部において、取扱商品、販路などに応じて再編を行うことで営業体制を強化するとしている。また、新たに社長直轄の「新規事業開発室」を設置した。



出所：会社側資料より、SR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

また、10 代目の滝一夫氏が就任して以来、風通しのよい社内風土作りに努めており、ボトムアップで様々な意見を取り入れようとしている。例えば、ミラノの駐在事務所を支店化（2012 年 3 月）したのは、同社従業員からの提案に起因している。

収益性分析

販売費及び一般管理費（百万円）	10年2月期 連結	11年2月期 連結	12年2月期 連結	13年2月期 連結	14年2月期 連結
運賃諸掛	3,928	3,765	3,729	3,813	3,693
広告宣伝費及び販売促進費	318	314	357	468	478
貸倒引当金繰入額	17	–	–	–	–
給料及び手当	4,305	4,230	4,219	4,573	4,660
賞与	634	538	496	552	580
株式報酬費用	37	21	33	32	33
福利厚生費	915	895	931	995	1,036
賞与引当金繰入額	115	92	102	119	110
退職給付費用	521	461	451	447	432
旅費及び交通費	610	587	602	638	650
通信費	254	258	267	318	352
貸借料	860	610	598	737	757
減価償却費	142	145	156	172	187
その他	981	964	979	1,185	1,119
	13,644	12,885	12,925	14,055	14,093

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社における三大費用項目は、売上原価、人件費および物流費である。同社の売上総利益率は約 21.0%（2010 年 2 月期から 2014 年 2 月期、平均値）と概ね安定している。アパレルメーカにとって重要なリスクの一つに、在庫リスクが挙げられる。つまり、商品が予想どおりに販売できなければ、余剰在庫品は完売するかまたは損失処理しなければならない。同社は、シーズンピーク 1 カ月前（業界標準はシーズン終了後）に約半値まで在庫評価の引き下げを行う手法を採っている。ただし、ビジネスモデルの在庫の項でも述べたように、同社は展示会で発注を受けた後に生産に入るので在庫リスクは少ない。

売上高販管費比率は、2010 年 2 月期から 2014 年 2 月期までの平均値で 18.8%であった。同社は人件費をいわば所与の固定費とみなしており、リストラのような人件費の削減はこれまで実施されたことがない。一方物流費は、犬山市の物流センターが稼働し、2011 年 2 月期をピークに改善している。（物流網の項を参照）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

収益性 （百万円）	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結
売上総利益	17,198	15,477	14,327	13,274	15,023	16,788	16,008	15,905
売上総利益率	20.2%	19.7%	20.8%	19.8%	21.7%	22.5%	20.2%	20.5%
営業利益	2,170	1,270	699	395	2,090	2,744	1,921	2,247
営業利益率	3.3%	2.0%	1.1%	0.6%	3.2%	4.2%	3.0%	3.5%
EBITDA	2,411	1,538	949	658	2,357	3,079	2,260	2,627
EBITDA マージン	2.8%	2.0%	1.4%	1.0%	3.4%	4.1%	2.8%	3.4%
当期利益率	1.8%	1.5%	0.9%	0.9%	1.3%	2.2%	1.8%	1.6%
財務指標								
総資産経常利益率（ＲＯＡ）	3.6%	3.7%	2.6%	2.5%	4.5%	5.5%	3.8%	4.2%
自己資本純利益率（ＲＯＥ）	3.5%	3.3%	2.0%	2.1%	3.0%	4.8%	3.7%	3.2%
総資産回転率	1.61	1.64	1.53	1.49	1.43	1.43	1.49	1.36
在庫回転率	15.9	16.8	16.5	15.0	14.1	15.2	15.6	13.5
在庫回転日数	22.9	21.7	22.1	24.3	25.8	24.1	23.3	27.0
運転資金（百万円）	13,121	12,010	10,177	12,129	10,627	9,897	11,510	11,775
流動比率	186.9%	168.2%	162.2%	160.1%	159.5%	171.4%	168.3%	150.0%
当座比率	161.4%	144.5%	137.2%	128.8%	129.8%	141.9%	136.7%	123.5%
営業活動によるCF/流動負債	-8.2%	10.3%	17.6%	-9.5%	24.2%	23.7%	-5.4%	19.0%
負債比率	-19.1%	-5.5%	0.1%	13.8%	18.7%	5.9%	8.5%	1.0%
営業活動によるCF/負債合計	-7.7%	10.0%	15.9%	-7.4%	15.9%	16.4%	-3.9%	13.8%
キャッシュ・サイクル（日）	46	50	49	54	53	42	43	47
運転資金増減	454	-1,111	-1,833	1,952	-1,502	-730	1,613	265

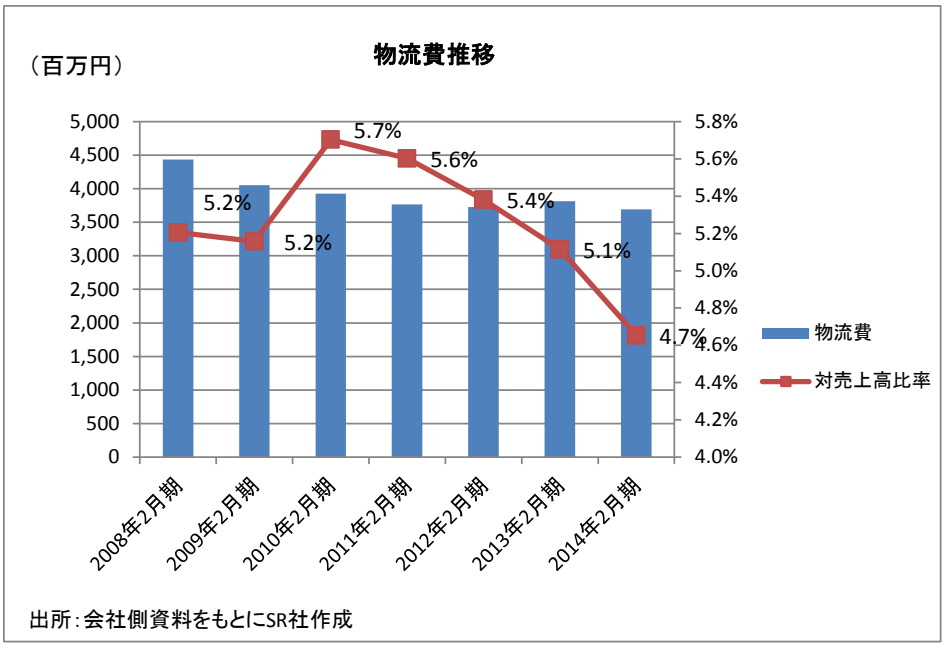
資産回転率の観点からは、同社の資産は生産性が高いといえる（2009 年 2 月期～2013 年 2 月期までの期間で平均値 150%）。基本的に在庫が少ないビジネスモデルであること、自己株式消去を頻繁に行っていることなどがその要因として考えられよう。ただし、土地等の資産を有効活用することによって、更なる改善が図られよう。

物流網

同社では、短納期で生産する年間約 6,000 万枚の商品を正確かつ迅速に運搬するため、物流政策を強化している。2010 年 1 月から、愛知県犬山市に同社グループ最大規模となる物流センターが稼働し作業効率が 13～14%向上した模様。多店舗展開する販売先に対して、各店別に指定された色やサイズを正しく振り分ける出荷作業の効率化が実現された。また 2012 年 3 月には、隣接地に第 2 物流センターを建設し、物流拠点の集約化を進めている。物流費は減少傾向にあり対売上高比率においても、2012 年 2 月期以降改善している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

出所：会社側資料



出所：会社側資料をもとにSR社作成

主要子会社

同社の連結子会社は 8 社（2014 年 2 月末現在）、持分比率は全て 100%となっている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ティー・ティー・シー（株）	グループ企業に対する機器リース及び不動産賃貸管理。
ティー・エル・シー（株）	化成品の他、飲食業やファッション小物の小売業、生活関連事業
瀧兵香港有限公司	海外生産品の品質・納期管理、検品等。
ティー・エフ・シー（株）	同社企画商品のパターン、サンプルを作成、婦人衣料品・子供用品・ベビー服縫製加工及び販売、ユニフォームの企画・製造販売。
タキヒヨー(上海)有限公司	海外生産品の品質・納期管理、検品等。
（株）タキヒヨー・オペレーション・プラザ	同社商品の保管及び発送、入出荷管理。
タキヒヨー韓国（株）	海外生産品の品質・納期管理、検品等。
（株）マックスアンドグローイング	「ZOY」ブランドのゴルフウェア企画・販売。

出所：会社側資料をもとにSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

SW 分析（Strengths,　Weaknesses）

強み（Strengths）

- **高い信用力：**同社には260年以上続いた歴史、地元の名家、海外ブランドの先駆者といった強いブランド力があり、信用力、人的ネットワークが強い。こういった企業ブランドは同社が新たに事業展開、さらには優秀な人材を獲得する上で優位に働きやすいとSR社では考える。
- **「しまむら」との強い関係：**SR社では、長年に渡る「しまむら」との関係は、同社の資産であると考える。第一に、主要取引先しまむらの成長は同社の成長をも牽引する。さらに、しまむらは顧客としての要求水準が高く、同社としてもマスマーケットにおけるビジネスを学ぶことができる。グローバルレベルで著名なアパレルメーカに生地を卸すビジネスから、アパレル完成品をチェーンストアに販売するビジネスにまで関わるというユニークなポジショニングは同社の強みである。しまむらとの取引関係は、アパレルメーカとして、さらに小売業者として成功していけるノウハウが得られる機会であるとSR社では考える。
- **トップマネジメントの高い士気：**同社の社長であり、滝家の子孫である滝一夫氏のリーダーとしてのポテンシャルは非常に高いとSR社では考える。同氏には「タキヒヨー」を再び成長路線に乗せ1990年代前半の全盛期を超える志がある。一方で、同氏は自身の父親である先代が社長の時代に、損失を計上し債務超過に陥った（沿革の項を参照）同社の過去を認識している。この強い野望と苦い経験を持ち合わせているトップマネジメントは稀であり、同社の強みでもある。

弱み（Weaknesses）

- **小売事業における経験が限定的：**同社が掲げる戦略の中で、最も重要なビジネス展開の一つがベラルディであるが、小売事業の経験はやや限定的でもある。同社もこの点は認識しており、2012年3月「ZOY」ブランドのゴルフウエアを手掛けるマックスアンドグローイング社を買収している。この買収を通じて小売事業のノウハウの蓄積が期待される。
- **長年低迷していた業績：**マネジメントが描く野望は企業が成長していく過程で極めて重要な要素である一方、収益の改善にも注力すべきだとSR社は考える。同社の収益はテキスタイル企業をはじめ長年低迷していた。こうした企業に共通した一般的特徴として、「変化」に対する拒否反応や収益に対するインセンティブの欠如が挙げられる。「変化」への積極的な姿勢や、収益改善への「意欲」を向上させることは容易ではないが、新社長のガバナンス体制の下での幾つかの買収やグローバルブランドの立ち上げなど、現在（2014年4月）芽生えつつある「変化」を、着実に積み重ねていくことが重要となろう。
- **資産効率：**同社の資産のうち3割以上が名古屋に購入した土地であり、この資産は2014年2月期末時点において大きな収益を生み出してはいない（この土地は、株式会社パルコに賃貸することが決定し、2014 年10 月に新店舗形態の商業施設である「ZERO GATE」がオープン）。また同社の投下資本に対するリターンはこれまでのところ決して高くはない。同社がM&Aや事業拡大により成長を加速させていく上で、借入によりレバレッジを掛け、資本効率を高めていくことも必要だとSR社は考える。

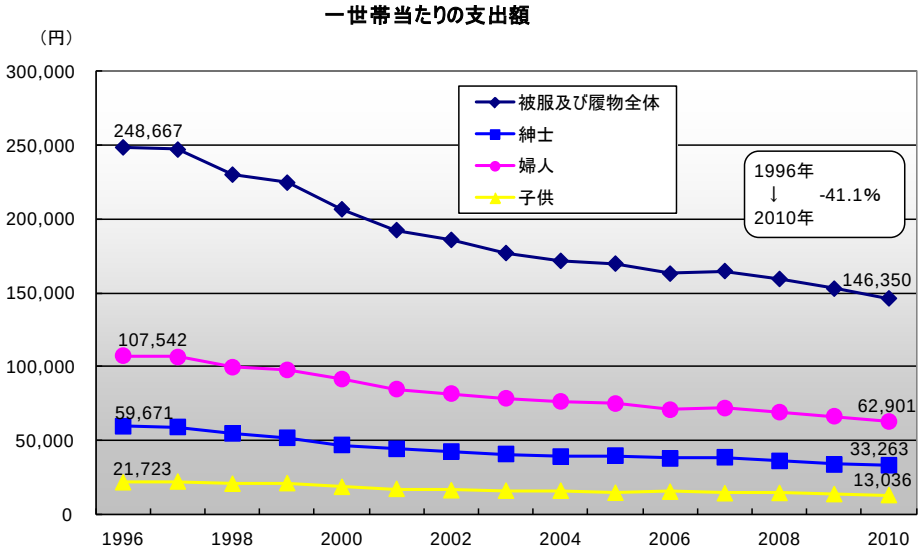
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

マーケット概略

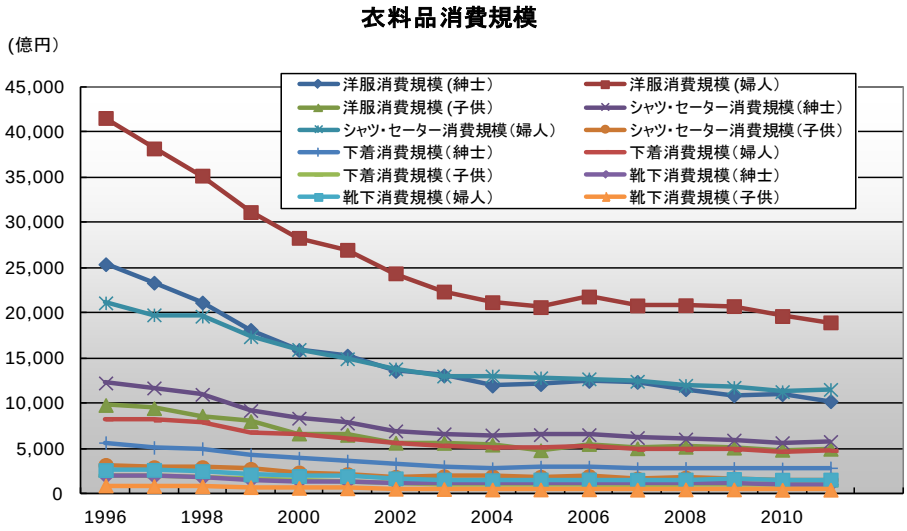
少子高齢化という人口動態を踏まえると、市場は今後も縮小傾向をたどろう。近年の経済状況により、アパレル関連の消費行動はさらに変化している。データ不足やトピックの多面性から詳細かつ客観的な分析は難しいものの、2000 年代や、さらに遡って 1990 年代と比較して、2010 年はアパレル関連の消費が減少し、かつ世帯当たりのアパレル関連消費額も減少している。 同社創業 250 周年にあたる 2001 年には 12 兆円以上あった衣料品小売市場も、リーマンショックの起きた 2008 年には 10 兆円を割り込み、翌 2009 年には 8 兆 8 千億円となった（同社資料）。衣料品の販売チャネルも、この 10 年間で大きな波が押し寄せた。2000 年時点では、まだ衣料品販売の主役であった百貨店、チェーンストアであるが、この 10 年間で 1 兆 5 千億円も減少させ、主役の座を専門店に完全に奪われた格好となった。

1996 年と比較した世帯当たり支出額をみると、2010 年には婦人服市場が 41.5%、紳士服市場は 44.3%減、子供服市場は 40.0%、各々縮小している。



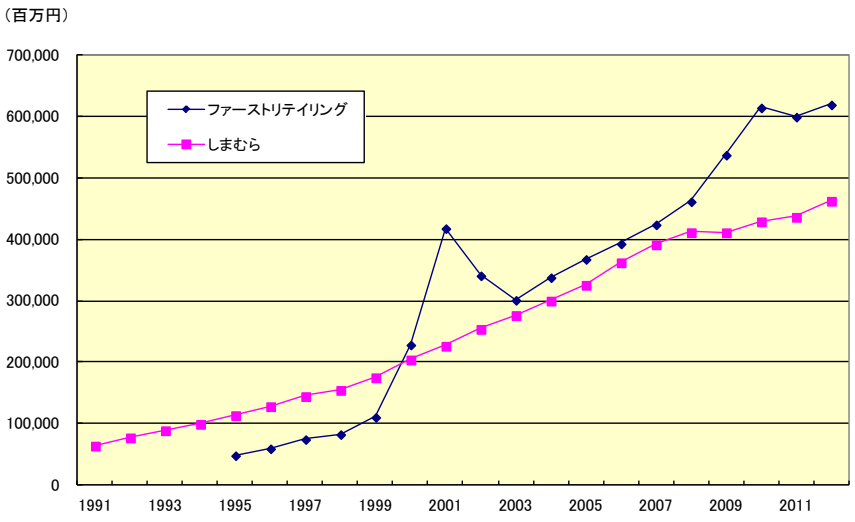
出所：日本アパレル工業技術研究会、会社側資料をもとにSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



出所：日本アパレル工業技術研究会、会社側資料をもとにSR社作成

市場が縮小傾向をたどる中、2000 年代に入るとルミネなど駅ビルやイオンモール（東証 1 部 8905）などの郊外型ショッピングセンター、109（イチマルキュー）、オーパに代表される都市型ファッションビル、アウトレットなどの商業施設、ファーストリテイリング（東証 1 部 9983）のユニクロ、しまむらなどの大手チェーンストアの存在感が多いに高まった。



出所：各社決算資料を元に作成

また、テレビショッピングやカタログ通販など無店舗販売も成長し、中でも電子商取引の規模は 2010 年に 7 兆円台に乗り、百貨店を上回る売上規模となった（同社資料）。衣料品でも「ZOZOTOWN（スタートトゥディ、東証 1 部 3092）」、「夢展望」など、PC、携帯電話を利用したネット専業通販がシェアを伸ばしつつある。加えて、外資系のファスト・ファッショ

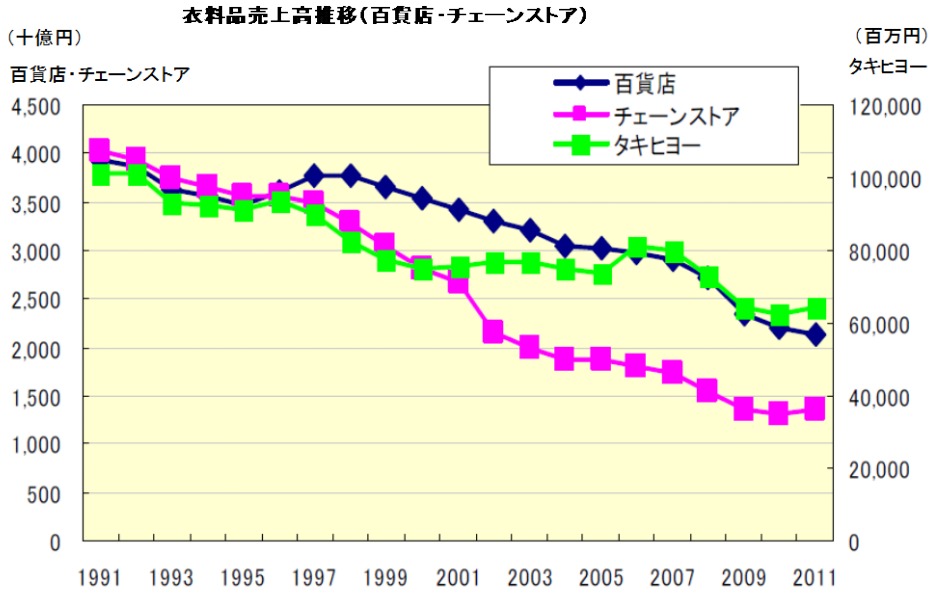
Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

ンと呼ばれる「ザラ」、「H&M」、「フォーエバー21」などが上陸し、資本力とグローバル展開を武器に、原宿・渋谷・銀座といった一等地への出店を加速しつつある。

ユニクロが牽引したカジュアル・アパレル革命は、同社が主なターゲットとしている婦人アパレル市場を含め、アパレル市場全体に多大な影響を及ぼした。ユニクロは、非常に安価な服でもファッショナブルになり得、着ることも全く恥ずかしくないと、消費者を納得させた。マクロ経済レベルにおける「デフレ」は、好ましくないと考えられることが多いが、品質のよいフリース・ジャケットが 990 円で購入できること（1997 年に 5,000 円から 10,000 円であったものが 990 円で購入できること）は、消費者の実質的な購買力向上という側面からは歓迎されるべき側面もあるだろう。また、こうした状況により、消費者は「ファッション」とは何か、「価値」とは何かと、疑問を持ち始めたのである。

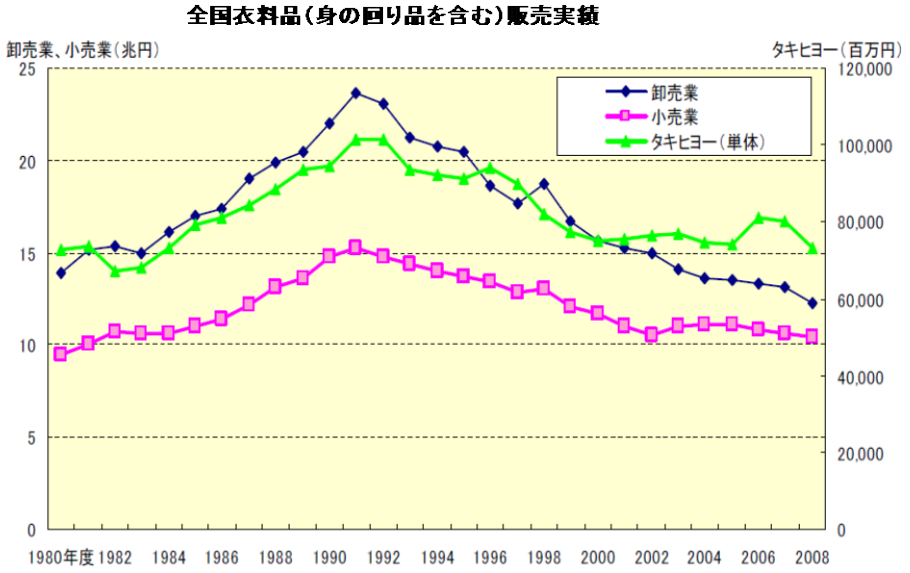
消費者による再評価はファスト・ファッションの出現を牽引しており、世界的なトレンドではあるが、日本では特に顕著である。非常に短期間のサイクル（時に 1 週間という短期間）で生産および再注文が行われ、満足できる品質で「流行の最先端にある」商品が安く購入できるようになった。そして消費者は、多額の出費をせずに流行を追うことが可能となったのである。こうした状況が高級アパレルの空洞化をもたらし、高級アパレルの主要販売チャネルである百貨店は大きな課題に直面するようになったのである。

このように市場環境が大きく変化していった中、同社の売り上げは比較的堅調である。2000 年代に入って製品納めの比率を拡大させてきたことや、主要取引先である、しまむらとの取引量が増えたこと、さらに通信販売といった新たなチャネルを開拓していることが要因として挙げられよう。



出所：日本百貨店協会、日本チェーンストア協会、会社個資料をもとにSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved



出所：商業統計、会社側資料をもとにSR社作成

サプライヤー

同社へのサプライヤーは、生産部門を持つ海外のビジネス・パートナーである。90%以上は中国で生産され、その他はベトナムやカンボジアなどのアジア諸国での生産となっている。瀧兵香港有限公司、タキヒヨー（上海）貿易有限公司、タキヒヨー韓国（株）等の連結子会社が、海外生産衣料品の品質・納期管理を行っている。テキスタイル事業におけるサプライヤーは国内の零細企業が多い模様。

一方、世界最大の生産拠点である中国の状況も変化しつつある。もともと 1980 年代までの繊維製品の海外生産拠点といえば、タイやインドネシアが中心であったが、1990 年代に中国の開放政策が本格化してからは、中国へ生産がシフトし、世界の生産拠点として存在感を高めてきた。しかしながら 2000 年代後半に入り、縫製工の賃金上昇、縫製業など軽工業から自動車・精密工業などへの産業構造の高度化、さらに綿花など原材料の高騰が追い討ちをかけ、特に 2010 年春節以降、中国の生産コスト上昇と工場のキャパシティ不足による納期遅れ、品質問題が生じている模様。2012 年 9 月以降、深刻化している尖閣諸島の問題も注視が必要だ。

顧客

同社の主要取引先は 1,200 社にのぼる専門店やチェーンストア等である。ベラルディ（百貨店）と Zoy を除けば、マスチャンネルが圧倒的に多い。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

百貨店・専門店	チェーンストア・通信販売	アパレルメーカー
伊勢丹	しまむら	オンワード樫山
阪急百貨店	イオン	東京スタイル
高島屋	ベルーナ	ジュン
大丸	ユニー	リンク・セオリー・ジャパン
パレモ	ダイエー	イトキン
マックハウス	セシール	ワールド
日本トイザらス	西友	サンエー・インターナショナル
リオチェーン	イズミヤ	レナウン
など	イズミ	など
	など	

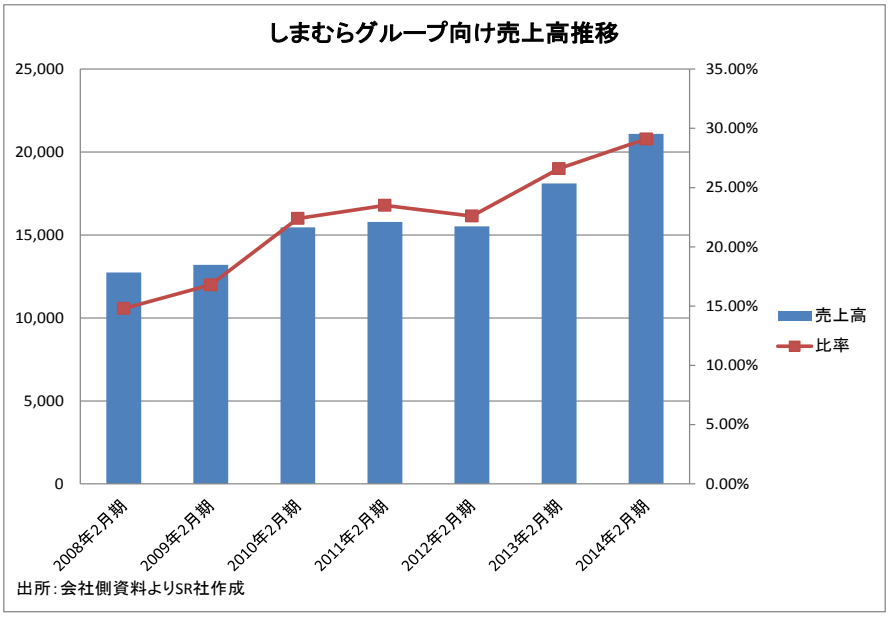
出所：会社側資料よりSR社作成

2014年2月期売上高上位10社

	売上高（百万円）	前年比	構成比
しまむらグループ	21,095	16.5%	29.1%
イオン（トップバリュー含む）	6,486	-5.1%	8.9%
ベルーナ	3,504	26.4%	4.8%
オンワード樫山	2,851	7.6%	3.9%
田原屋	1,669	22.9%	2.3%
パレモ	1,528	-16.0%	2.1%
ワールドプロダクションパートナーズ	1,369	20.5%	1.9%
イトキン	1,318	23.1%	1.8%
ディノスセシール	1,281	7.6%	1.8%
ダイエー	1,192	-3.5%	1.6%

出所：会社側資料よりSR社作成

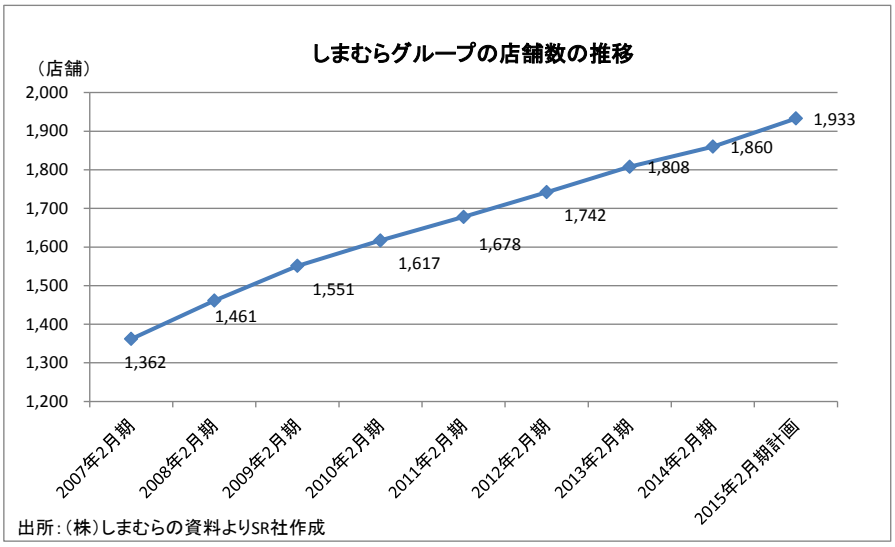
また、同社の主要取引先は、しまむらであり、同グループ売上高比率は 29.1%となっている（2014 年 2 月期）。



出所：会社側資料よりSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

従って、しまむらの店舗数が増加していくことは、同社にとって追い風となる。2015 年 2 月期のしまむらグループは、出店が加速し 79 店舗程度の増加が見込まれているようだ。



出所：(株)しまむらの資料よりSR社作成

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

参入障壁

同社の主力事業であるアパレル事業およびテキスタイル・OEM 事業では、技術力と生産体制、および物流網を構築する必要があり、参入障壁は高いと考えられる。従って、次項で示す競合他社でも、同社の競合先は老舗企業が多く新規参入は少ない。

競合環境

競合先としては、クロスプラス（株）（東証 2 部 3320）。クロスプラスは、イトーヨーカ堂（（株）セブン＆アイ・ホールディングス、東証 1 部 3382）や、しまむらなどのチェーンストア向けに展開しているが、製造卸から小売業態にシフトしつつあり、同社製品も扱う取引先でもある。その他、メンズが強い美濃屋（株）（岐阜県）や、モリリン（株）（愛知県）、また（株）ポイント（東証 1 部 2685）向けに展開する豊島（株）等も競合先として挙げられよう。何れも、チェーンストア向けのアパレルとして発祥した企業であるが、チェーンストアの競争激化により、収益環境は最盛期と比較するとやや停滞している模様。

代替品

- 特に「ファスト・ファッション」ブランドが提供する、低価格のカジュアルウェア
- その他のファッション関連の消費（ヘアスタイル、ネイルケア、エステティックサロン）
- その他の消費分野（携帯電話料金、レジャー費用等）

経営戦略

260 余年の伝統を誇る同社創業一族の子孫である滝一夫氏は、国内外における利益成長への回帰を目指し、2011 年より同社の指揮を執る。

国内市場における一つの牽引役は、株式会社ベルーナ（東証 1 部 9997）や株式会社セシール（現株式会社ディノス・セシール、フジ・メディア・ホールディングス（東証 1 部 4676）の子会社）といった未開拓であった通販事業者向けである。2014 年 2 月期おける売上高は前年比で各々26.4%増、7.6%増となっている。また同社によると、しまむらグループにおいても、「アベイル（カジュアル・アパレル店）」や「バースディ（ベビー・キッズ用品店）」には成長余地があるとみているようだ。

国内既存ビジネスの拡大にあたり、37 年間契約関係にあったアンクライン社との契約は 2012 年 12 月末で終了し（半年間は販売可）、アンクラインニューヨーク 32 店舗が全て、イタリアの「アントニオ・ベラルディ」のディフュージョンブランドである「ベラルディ」に替わった。ベラルディに業態を変えたのち、7 店舗（神戸元町大丸、大阪高島屋、横浜高島屋、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

京都高島屋、玉川高島屋、日本橋三越、アウトレット 1 店舗予定）を新規出店し、レギュラーサイズ、ペティートサイズ、プラスサイズといった 3 サイズで展開している。

小売事業は同社の成長ドライバーの重要なファクターであり、長期的に売上高 200 億円程度を想定している。同社は 2012 年 3 月、「ZOY」ブランドのゴルフウエアを手掛けるマックスアンドグローイング社を買収しているが、ベラルディは戦略上、より重要な位置づけとなろう。アンクライン社との契約では国内市場に制限されていたが、ベラルディとの契約ではグローバル販売となっている等、ビジネス展開の自由度が増している模様。初期段階としては国内百貨店で展開した後、サブライセンス契約先や海外市場への拡販を計画しているもようである。

同社は海外市場には成長余地があると考えている。2012 年 2 月に発行されている同社資料によると、日本のアパレル製品は、輸出額が 4.9 億ドルに止まる一方、東アジアを主体とする輸入額は 216 億ドルと極端に輸入依存の構造となっている（日本アパレル工業技術研究会調査より）。主要先進国の中で、日本ほどアパレル製品の輸出が少ない国は見当たらず、その規模はアメリカの 10 分の 1、フランスの 18 分の 1 に過ぎない。

しかしながら同社によると、日本の繊維産業の有する技術力、品質、デザイン力などは世界有数との評価を得ている模様。従って、アパレルメーカに求められる生産、技術、デザイン・クリエーション、ロジスティクスなどの機能を高度にコーディネートできれば、国際競争力を発揮し海外マーケットに活路を求めていくことも十分可能であると、同社はコメントしている。

同社にとって、海外展開は大きなテーマである。その布石として東アジア・欧米拠点の整備を進めるとともに、2010 年「グローバルチャレンジプロジェクト」をスタートさせた。2011 年には、北米最大のカジュアル衣料の展示会である「MAGIC」へも同社初となる出展を果たした。北米市場においては、タキヒヨーインクとしての認知度（1970 年代～1990 年代にかけてダナキャランとビジネスを展開）を梃子に展開していきたいとコメントしている。

2012 年に入り「グローバルチャレンジプロジェクト」の一例として、SCOTCH&SODA（オランダ）と提携した「ジャパンプログラム」が開始されており、日本製シャツ生地による現地展開が図られている。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の財務諸表

2014 年 2 月期通期実績

2014 年 3 月 31 日、同社は 2014 年 2 月期通期決算を発表した。通期会社予想に対しての達成率は売上高で 99.2%、営業利益で 109.8%、経常利益で 105.8%、当期純利益で 96.0%となった。なお、通期会社予想は、第 2 四半期決算発表時において修正されたものである。

第 4 四半期（12－2 月期）の売上高は 184 億円（前年同期比 4.3%増）、営業利益は 0.9 億円（同 40.9%増）、経常利益は 0.9 億円（同 566.7%増）、四半期純損失は 0.5 億円（前年同期 2.1 億円の純損失）となった。小売店側における消費増税前の駆込み需要に備えた商品確保により、特に 2 月は堅調に推移したとしている。

結果 2014 年 2 月期通期業績は、売上高 794 億円（前年比 6.5%増）、営業利益は 19 億円（同 30.0%減）、経常利益は 20 億円（同 30.1%減）、当期純利益は 12 億円（同 20.2%減）となった。

顧客別（累計）には、しまむらグループ向けが売上高 211 億円（前年比 16.5%増）、売上構成比 29.1%（前年 26.6%）と大きく伸長した。また、オンワード樫山（売上高 29 億円、同 7.6%増）やイトキン（売上高 13 億円、同 23.1%増）等のアパレル大手向けも消費マインドの改善を受け伸長している。この他、通販向け売上高も堅調に推移し、特にベルーナ向け 35 億円（同 26.4%増）やセシール向けが 13 億円（同 7.6%増）と伸びた。一方、イオン向け（トップバリュ含む）は、売上高 65 億円（同 5.1%減）と減少した。

商品別では、ボトムスを中心に主力のレディースアパレルが、大手専門店チェーン、通販などにおいて売上高を拡大し 3.5%増となった。またホームウェアは 10.6%増、テキスタイルでは、欧米有名ブランド向けの生地輸出が好調に推移し 5.8%増となった。

商品別売上高推移

（百万円）	2014年2月期	構成比	前年比
レディースアパレル	41,465	57.2%	3.5%
ベビー・キッズアパレル	11,684	16.1%	4.6%
ホームウェア	5,483	7.6%	10.6%
テキスタイル・OEM	10,942	15.1%	5.8%
その他	2,942	4.1%	77.7%

出所：会社側資料をもとにSR社作成

ホームウェアの伸びが高いのは、2014 年 2 月期に組織上の組換えがあったためである。2013 年 2 月期の売上高を組換え後のベース（5,355 百万円）とすると、2014 年 2 月期の実質的な伸びは 2.4%増に留まる。また、テキスタイル部に属していた貿易部（2015 年 2 月期より国際営業部・貿易部へと変更）のみの売上高は、前述の生地輸出が好調に推移したことから、

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

4,071 百万円（前年比 31.7%増）となった。

*組織変更の詳細は、組織体制の項を参照

また、2013 年春夏シーズンからの新ブランド「BERARDI（ベラルディ）」を全国主要百貨店 30 店舗で立ち上げたが、売上高は前年比（アンクライン比）15%減程度に留まった模様。アンクラインの顧客層よりも若い層向けのブランドでもあるため、ブランドの認知および売場のリロケーションによる訴求力の向上に努めているとしている。

売上総利益率（累計）は、20.2%と前年の 22.5%からは 2.3 ポイント低下した。円安や、売上シェア向上に重点を置いた営業施策が影響したとしている。7 月に「ホーチミン駐在員事務所」を開設し、引き続き、利益率低下を挽回すべく、中国内陸部及びベトナム、カンボジアをはじめとする ASEAN 諸国での生産拠点の拡充を進めている。

販売管理費（累計）は、物流費を中心に抑制され対売上高比率は 17.8%（前年 18.9%）に改善された。

営業利益（累計）は、売上総利益率の低下に伴い 19.2 億円（前年比 30.0%減）、営業利益率は 2.4%（前年 3.7%）となった。

当期純利益（累計）は 11.5 億円（前年比 20.2%減）、年間配当は一株当たり 8 円、配当性向は 31.1%となった。

賃貸事業については、栄 3 丁目に同社が保有する不動産を株式会社パルコに賃貸することが決定し、2014 年秋に「名古屋 ZERO GATE（仮称）」がオープンする予定となっている。

2014 年 2 月期第 3 四半期実績

2013 年 12 月 26 日、同社は 2014 年 2 月期第 3 四半期決算を発表した。通期予想の変更はない。

売上高・売上総利益

2014 年 2 月期第 3 四半期累計期間における連結売上高は、610 億円（前年同期比 7.1%増）となった。引き続き大手チェーンストアや通販、駅ビル・ファッションビル系ブランドとの取り組み強化および新規開拓などが貢献し、増収を果たした。

顧客別には、しまむらグループ向け売上高が 169 億円（前年比 19.6%増）、売上構成比 27.8%（前年同期 24.9%）と大きく伸長した。特に、新規出店の多かったしまむらバースディ（ベビー・キッズ用品店）において、76.8%増と伸び率が高かった。しまむら向けでは、競合他社が円安による粗利率の低下で受注を控えていることから、同社のシェアが向上しているよ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

うだ。また、オンワード樫山（売上高 23.9 億円、同 12.3%増）やイトキン（10.4 億円、同 20.5%増）といったアパレル大手向けも消費マインドの改善を受け伸長している。この他、イオンの PB であるトップバリュー向け（売上高 18.5 億円、同 12.8%増）や、通販向け売上高も伸長しており、特にベルーナ向けが 29.2 億円（同 34.6%増）、セシール向けが 9.6 億円（同 6.6%増）と堅調に推移している。

2013 年春夏シーズンからアンクラインに変わる新ブランド「BERARDI（ベラルディ）」を全国主要百貨店 30 店舗で立ち上げている。同ブランドへの評価は高いが、アンクラインの顧客層よりも若い層向けのブランドでもあるため、ブランド認知の向上に努めているとしている。

売上総利益率（累計）は、円安の影響から 20.6%と前年同期の 23.5%からは 2.9 ポイント低下した。7 月に「ホーチミン駐在員事務所」を開設し、引き続き、利益率低下を挽回すべく、中国内陸部及びベトナム、カンボジアをはじめとする ASEAN 諸国での生産拠点の拡充を進めた。

販売管理費は、物流費を中心に抑制され対売上高比率は 17.5%（前年同期 18.4%）に改善された。

営業利益（営業利益率）

売上総利益率の低下に伴い、営業利益（累計）は 18.4 億円（前年同期比 36.5%減）、営業利益率は 3.0%（前年同期 5.1%）となった。円高が進んだ前年同期比では大幅減益となったが、一昨年比では 4.9%の減益にとどまる。

当期純利益

当期純利益（累計）は 12 億円（前年同期比 27.2%減）となった。通期見通しに対しての進捗率は100.3%と既に計画を超過しているが、例年第４四半期は利益水準が低い傾向がある。

同社は通期見通しに関しては、若干の誤差はあるかもしれないが、概ね計画通りで着地できるだろうとしている。また、2015 年 2 月期に関しては、消費増税後の影響を見定めたいとコメントしている。SR 社では、同社の方針が明確になった時点でヒアリングしていく予定。なお、為替に関しては、2015 年 2 月期分は既に予約済みとのことである。

2014 年 2 月期第 2 四半期実績

2013 年 9 月 27 日、同社は 2014 年 2 月期第 2 四半期決算を発表した。

売上高・売上総利益

2014 年 2 月期第 2 四半期における連結売上高は、373 億円（前年同期比 6.0%増）となった。引き続き大手チェーンストアや通販、駅ビル・ファッションビル系ブランドとの取り組み強化および新規開拓などが貢献し、増収を果たした。また、2013 年春夏シーズンからアン

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

クラインに変わる新ブランド「BERARDI（ベラルディ）」を全国主要百貨店 30 店舗で立ち上げ、都心店舗を中心に売上高は順調に推移している模様。尚、旧ブランドとなるアンクラインはアウトレットにおいて 2013 年 6 月末までの販売となり、第 2 四半期末時点で在庫はゼロとなったもようである。

顧客別には、しまむらグループ向け売上高が 105.8 億円（前年比 16.1%増）、売上構成比 28.4%（前年同期 25.9%）と大きく伸長した。イオンの PB であるトップバリュー向け（売上高 11.0 億円、同 23.9%増）や、通販向け売上高も伸長しており、特にベルーナ向けが 19.3 億円（同 45.1%増）、セシール向けが 5.7 億円（同 3.9%増）と堅調に推移している。

６月には、同社がフランチャイジーとして展開している、コメダ珈琲店の２号店を東京、錦糸町に出店した。

売上総利益は 76 億円（前年同期比 8.6%減）、売上総利益率は 20.5%（前年同期 23.7%）となった。中国における生産スペースの安定的確保や、東南アジア諸国の生産拠点開拓に取り組んでいるものの、急激な円安進行により利益率低下を余儀なくされた。

販売管理費は、物流費を中心に抑制され対売上高比率は 19.2%（前年同期 19.8%）に改善された。

営業利益（営業利益率）
売上総利益率の低下に伴い、営業利益は 4.9 億円（前年同期比 64.8%減）、営業利益率は 1.3%（前年同期 3.9%）となった。円高が進んだ前年同期比では大幅減益となったが、一昨年比では 51.6%の増益となっている。

当期純利益
当期純利益は 3.5 億円（前年同期比 53.1%減）となった。

尚、賃貸事業については、栄３丁目に同社が保有する不動産を、株式会社パルコに賃貸することを決定した。2014 年 10 月に、新店舗形態の商業施設である「ZERO GATE」がオープンする予定である。

また、第 2 四半期までの業績動向等を踏まえ、2014 年 2 月期通期の連結及び単体業績予想を下記の通り修正した。

2014 年 2 月期通期連結会社予想
売上高：80,000 百万円（前回予想 76,500 百万円）
営業利益：1,750 百万円（同 2,750 百万円）
経常利益：1,900 百万円（同 2,900 百万円）
当期純利益：1,200 百万円（同 1,700 百万円）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

2014 年 2 月期通期単体会社予想
売上高：74,000 百万円（前回予想 70,000 百万円）
営業利益：1,550 百万円（同 2,350 百万円）
経常利益：1,700 百万円（同 2,500 百万円）
当期純利益：1,100 百万円（同 1,500 百万円）

2014 年 2 月期第 1 四半期実績

2013 年 6 月 28 日、同社は 2014 年 2 月期第 1 四半期決算を発表した。
売上高・売上総利益
2014 年 2 月期第 1 四半期における連結売上高は、196 億円（前年同期比 4.5%増）となった。春夏物商品の動向については天候不順や低気温などの影響により、各小売業態で厳しい状況となる中、引き続き大手チェーンストアや通販、駅ビル・ファッションビル系ブランドとの取り組み強化および新規開拓などが貢献し、増収を果たした。商品別では、レディースアパレル、ホームウェアが牽引した。また、2013 年春夏シーズンからアンクラインに変わる新ブランド「BERARDI（ベラルディ）」を全国主要百貨店 30 店舗で立ち上げ、都心店舗を中心に売上高は順調に推移している模様。

顧客別には、しまむらグループ向け売上高が 56.5 億円（前年比 12.3%増）、売上構成比 28.8%（前年同期 26.8%）と大きく伸長した。イオンの PB であるトップバリュー向け（売上高 5.5 億円、同 6.4%増）や、通販向け売上高も伸長しており、特にベルーナ向けが 11.6 億円（同 53.4%増）、セシール向けが 3.4 億円（同 4.5%増）と堅調に推移している。

売上総利益は 41 億円（前年同期比 12.5%減）、売上総利益率は、20.9%（前年同期 25.0%）となった。中国における生産スペースの安定的確保や、東南アジア諸国の生産拠点開拓に取り組んでいるものの、円安進行により利益率低下を余儀なくされた。また、一部チェーンストアからの価格要求もシビアとなっているもようである。

営業利益（営業利益率）
売上総利益率の低下に伴い、営業利益は 3.7 億円（前年同期比 64.3%減）、営業利益率は 1.9%（前年同期 5.6%）となった。円高が進んだ前年同期比では大幅減益となったが、一昨年比では 8.8%の増益となっている。中間会社予想に対しての進捗率は 24.9%となった。

当期純利益
当期純利益は 2.7 億円（前年同期比 54.0%減）、中間会社予想に対しての進捗率は 30.1%となった。

中間および通期会社予想は据え置かれている。同社は、第 3 四半期には売上総利益率の改善を目指していく（円安によるコスト高を小売店側とシェアするなど）ことから下期以降の収

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

益性の改善に期待している。

2013 年 2 月期通期実績

2013 年 3 月 29 日、同社は 2013 年 2 月期通期決算を発表した。

売上高・売上総利益

2013 年 2 月期通期連結売上高は、745 億円（前年比 7.6%増）となった。高付加価値、高機能性商品などの商品開発に加え、大手チェーンストアや通販、駅ビル・ファッションビル系ブランドとの取り組み強化および新規開拓などが貢献した。2012 年 2 月末に子会社化したゴルフウェアブランド「ZOY（ゾーイ）」を展開するマックスアンドグローイング社が通年寄与している。

また、2013 年春夏シーズンからアンクラインに変わる新ブランド「BERARDI（ベラルディ）」を全国主要百貨店 30 店舗で立ち上げたが、評判は上々とのこと。尚、アンクラインは 2013 年 6 月末までアウトレットで販売することとなる。

顧客別には、しまむらグループ向け売上高が 183.0 億円（前年比 16.9%増）、売上構成比 24.6%（前年 22.6%）と大きく伸長した。イオンの PB であるトップバリュー向け（売上高 21.9 億円、同 104.5%増）や、通販向け売上高も伸長しており、特にベルーナ向けが 27.7 億円（同 74.6%増）となっている。

商品別売上高（単体）は、レディースアパレルが前年比 10.6%増、ベビー・キッズアパレルが同 1.0%減、ホームウェアが同 6.3%増、テキスタイル・OEM は同 4.8%増となっている。

売上総利益率（累計）は、22.5%と前年の 21.7%からは 0.8 ポイント改善した。中国における生産スペースの安定的確保や、東南アジア諸国の生産拠点開拓に取り組んだことが寄与した。一方、第 4 四半期（12－2 月期）だけを見ると、売上総利益率は 19.3%と前年同期の 20.4%から低下している。春物衣料の動きが、厳冬により鈍かったため（同社の小売店への販売は店頭販売よりも時期が早い）、一部値を下げて販売したことが響いた。3 月以降の春物衣料は順調に推移しているとのことである。また、為替予約をしているため、円安による影響は 2013 年 2 月期においては出ていない。

販売費・一般管理費（SG&A）

販売管理費（累計）は、2013 年 2 月期よりマックスアンドグローイング社が連結に加わっていることから、141 億円（前年比 8.7%増）となった。マックスアンドグローイング社分の販売管理費は 4.5 億円程度。アンクラインからベラルディへの店舗改装費は資産計上しているため、追加的な費用は特段発生していない。また、「犬山第二センター」の操業により、引き続き物流の集約化促進によるコスト低減に努めている。

営業利益（営業利益率）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

増収効果や、売上総利益率の改善に伴い、営業利益（累計）は 27.4 億円（前年比 31.3%増）、営業利益率は 3.7%と前年の 3.0%から 0.7 ポイント改善した。セグメント別には、アパレル・テキスタイル関連事業が 23.3 億円（前年比 29.5%増）、賃貸事業が 1.5 億円（同 10.2%増）、その他事業が 2.5 億円（同 80.9%増）となった（2012 年 3 月に、フランチャイジーとしてコメダ珈琲店の 1 号店を出店し(その他事業)、事業分野の拡大に努めている）。

また、通期会社予想に対しての達成率は 94.6%と若干の未達に終わっている。第 4 四半期における売上総利益率の低下が影響した。尚、通期会社予想は、第 2 四半期決算発表時において上方修正されたものである（経常利益、当期純利益同様）。

当期純利益

当期純利益（累計）は 14.4 億円（前年比 70.8%増）、アンクラインの在庫評価損が特別損失として、0.7 億円程度、計上されている。通期会社予想に対しての達成率は 90.3%となった。

年間配当は一株当たり 8 円、配当性向は 26.0%となっている。

2013 年 2 月期第 3 四半期実績

2012 年 12 月 26 日、同社は 2013 年 2 月期第 3 四半期決算を発表した。通期予想の変更はない。

売上高・売上総利益

2013 年 2 月期第 3 四半期累計期間における連結売上高は、569 億円（前年同期比 9.1%増）となった。大手チェーンストアや通販、駅ビル・ファッションビル系ブランドとの取り組み強化および新規開拓などが貢献した。顧客別では、ベビー・キッズ用品店のしまむらバースディ（前年同期比 69.7%増）や、ベルーナ（同 85.2%増）、セシール（同 11.7%増）といった通販や、イオンの PB であるトップバリュー（同 229.2%増）が伸長している。トップバリューは寝具が多い模様。第 3 四半期（9－11 月）においては、気温低下とともにコートやジャケット、ニット製品が好調に推移した。

また、2013 年 2 月末より展開予定の新ブランド「BERARDI（ベラルディ）」の展示会等での前評判は上々とのこと。「既存ブランドとはテイストが違う」、「斬新さがある」などといった評価が多いとのこと。

売上総利益率（累計）は、23.5%と前年同期の 22.1%からは 1.4 ポイント改善した。小売店において定価商品が堅調であったことに加え、中国における生産スペースの安定的確保や、東南アジア諸国の生産拠点開拓に取り組んだことが寄与した。

一方、第 3 四半期（9－11 月期）だけをみると、売上総利益率は前年同期比で若干低下（23.7%→23.2%）している。①8 月の猛暑により秋冬物の受注が弱かったこと、②利益率の高いエレガンス・アパレルの一部の動きが鈍かったこと、③大手アパレルメーカ向けの売上において、生地卸しが多かったこと（前年は利益率の高い製品卸しが多かった）等が影響したもよ

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

うである。

販売費・一般管理費（SG&A）
販売管理費（累計）は、2013 年 2 月期よりマックスアンドグローイング社が連結に加わっていることから、105 億円（前年同期比 9.2%増）となったが、「犬山第二センター」の操業により、引き続き物流の集約化促進によるコスト低減に努めている。

営業利益（営業利益率）
増収効果や、売上総利益率の改善に伴い、営業利益（累計）は 28.9 億円（前年同期比 49.9%増）、営業利益率は 5.1%と前年同期の 3.7%から大きく改善している。また、通期見通しに対しての進捗率は 99.7%と高く、同社も通期見通しの達成には自信を見せている。尚、通期見通しは、第 2 四半期決算発表時において上方修正されたものである（経常利益、当期純利益同様）。

当期純利益
当期純利益（累計）は 16.5 億円（前年同期比 173.7%増）、通期見通しに対しては 103.4%と既に計画を超過している。

また、為替に関しては、2012 年 12 月より大きく円安に動いているが（2013 年 1 月時点）、2014 年 2 月期第 2 四半期まで為替予約を行っているもようである。

2013 年 2 月期第 2 四半期実績

売上高・売上総利益
2013 年 2 月期第 2 四半期累計期間における連結売上高は、352 億円（前年同期比 10.9%増）となった。前年比で増収となった要因は、前年の東日本大震災による影響の反動による部分が大きい。一方、期初見通しの 335 億円に対しては、5.0%上振れての着地となった。期初見通しが保守的であったことに加え、大手チェーンストアや通販、駅ビル・ファッションビル系ブランドとの取り組み強化および新規開拓などが貢献した。

売上総利益率（6-8 月期）は、22.3%と前年同期の 20.2%から 2.1 ポイント改善している。小売店において定価商品が堅調であったことに加え、ベトナム、ミャンマーなど東南アジア諸国の生産拠点開拓に取り組んだことが寄与した。

販売費・一般管理費（SG&A）
販売管理費（累計）は 69.7 億円（前年同期比 9.9%増）、売上高比率は 19.8%（前年同期 20.0%）と 0.2 ポイント改善した。新たな物流センターである犬山第二センターの操業開始が貢献した。

営業利益（営業利益率）

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

増収効果、売上総利益率の改善、販売管理費の抑制等により、営業利益（累計）は 13.8 億円（前年同期比 4.1 倍）、期初見通しの 5.5 億円に対して 2.5 倍と大きく超過した。

当期純利益

当期純利益（累計）は 7.5 億円（前年同期は 3.3 億円の純損失）、期初見通しの 3 億円に対しては 2.5 倍となった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書

損益計算書（百万円）	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結	FY02/16 会予
売上高	**85,199**	**78,566**	**68,865**	**67,199**	**69,297**	**74,547**	**79,370**	**77,656**	**79,500**
アパレル・テキスタイル関連事業	80,842	74,084	65,076	63,229	65,280	70,106	74,579	72,394	
賃貸事業	-	-	-	115	276	283	273	512	
その他	4,356	4,481	3,788	3,854	3,740	4,157	4,517	4,749	
前期比	-1.2%	-7.8%	-12.3%	-2.4%	3.1%	7.6%	6.5%	-2.2%	2.4%
アパレル・テキスタイル関連事業	-1.3%	-8.4%	-12.2%	-2.8%	3.2%	7.4%	6.4%	-2.9%	
賃貸事業	-	-	-	-	140.0%	2.5%	-3.5%	87.5%	
その他	1.9%	2.9%	-15.5%	1.7%	-3.0%	11.1%	8.7%	5.1%	
売上原価	68,000	63,088	54,537	53,925	54,273	57,758	63,362	61,750	
差引売上総利益	**17,223**	**15,488**	**14,344**	**13,280**	**15,016**	**16,799**	**16,015**	**15,904**	
売上総利益	17,198	15,477	14,327	13,274	15,023	16,788	16,008	15,905	
返品調整引当金繰入額	-25	-11	-17	-6	7	-11	-7	1	
前期比	-3.6%	-10.1%	-7.4%	-7.4%	13.1%	11.9%	-4.7%	-0.7%	
売上総利益率	20.2%	19.7%	20.8%	19.8%	21.7%	22.5%	20.2%	20.5%	
販売費及び一般管理費	15,052	14,217	13,644	12,885	12,925	14,055	14,093	13,657	
売上高販管費比率	17.7%	18.1%	19.8%	19.2%	18.7%	18.9%	17.8%	17.6%	
営業利益	**2,170**	**1,270**	**699**	**395**	**2,090**	**2,744**	**1,921**	**2,247**	**2,700**
前期比	-32.4%	-41.5%	-45.0%	-43.4%	428.6%	31.3%	-30.0%	17.0%	20.2%
営業利益率	3.3%	2.0%	1.1%	0.6%	3.2%	4.2%	3.0%	3.5%	4.1%
営業外収益	489	803	668	902	240	310	270	310	
営業外費用	766	293	171	146	162	178	182	154	
経常利益	**1,893**	**1,781**	**1,196**	**1,150**	**2,168**	**2,875**	**2,010**	**2,402**	**2,850**
前期比	-43.7%	-5.9%	-32.8%	-3.8%	88.4%	32.6%	-30.1%	19.5%	18.7%
経常利益率	2.9%	2.7%	1.8%	1.8%	3.3%	4.4%	3.1%	3.7%	4.4%
特別利益	715	356	244	134	54	84	102	183	
特別損失	355	611	436	295	770	319	104	389	
法人税等	1,098	523	492	398	607	1,197	854	1,136	
税率	48.7%	34.3%	49.0%	40.2%	41.8%	45.3%	42.5%	51.7%	
当期純利益	**1,145**	**996**	**573**	**592**	**845**	**1,444**	**1,152**	**1,060**	**1,700**
前期比	-81.0%	-13.0%	-42.4%	3.3%	42.8%	70.8%	-20.2%	-8.0%	60.4%
利益率	1.8%	1.5%	0.9%	0.9%	1.3%	2.2%	1.8%	1.6%	2.6%

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

一株当りデータ（円）	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結	FY02/16 会予
期末発行済株式数 （千株）	**56,682**	**54,532**	**51,532**	**48,000**	**48,000**	**48,000**	**48,000**	**48,000**	
EPS（円）	20.5	18.6	11.7	12.3	18.0	30.8	24.7	22.8	36.5
EPS（潜在株式調整後、円）	20.4	18.5	11.7	12.3	17.8	30.6	24.5	22.5	
DPS（円）	8.0	8.0	8.0	8.0	10.0	8.0	8.0	8.0	8.0
BPS（円）	563.1	568.5	574.5	579.0	614.1	675.8	677.7	761.5	

出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績（百万円）	10年2月期 連結	11年2月期 連結	12年2月期 連結	13年2月期 連結	14年2月期 連結
売上高（期初予想）	76,000	70,300	68,000	72,000	76,500
売上高（実績）	68,865	67,199	69,297	74,547	79,370
期初会予と実績の格差	**-9.4%**	**-4.4%**	**1.9%**	**3.5%**	**3.8%**
営業利益（期初予想）	1,700	1,280	950	2,300	2,750
営業利益（実績）	699	395	2,090	2,744	1,921
期初会予と実績の格差	**-58.9%**	**-69.1%**	**120.0%**	**19.3%**	**-30.1%**
経常利益（期初予想）	1,800	1,660	1,550	2,370	2,900
経常利益（実績）	1,196	1,150	2,168	2,875	2,010
期初会予と実績の格差	**-33.6%**	**-30.7%**	**39.9%**	**21.3%**	**-30.7%**
当期利益（期初予想）	1,000	1,000	710	1,400	1,700
当期利益（実績）	573	592	845	1,444	1,152
期初会予と実績の格差	**-42.7%**	**-40.8%**	**19.0%**	**3.1%**	**-32.2%**

出所：会社データよりSR社作成

＊表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社の実績は、期初予想と乖離することが多い。同社のトップマネジメントは、家業であるビジネスを常に大きくしたいと考えているが、その過程においてプラスのこともあればマイナスのこともあり、全てを読み切れるわけではないと考えている。想定通りにならなければ、軌道修正は行うが、多少の乖離はやむを得ないというのが、同社のポリシーでもある。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表

貸借対照表 （百万円）	FY02/06 連結	FY02/07 連結	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結
資産										
現金・預金	3,938	10,469	6,281	3,736	3,006	1,781	2,428	3,136	2,917	3,167
有価証券										
売掛金	20,103	21,334	20,908	19,328	16,534	16,335	15,871	15,631	17,334	18,131
たな卸資産	3,950	4,470	4,072	3,429	3,164	4,004	3,672	3,950	4,150	5,000
繰延税金資産	156	135	604	132	143	298	21	21	22	42
デリバティブ債権							771	2,957	1,222	4,904
貸倒引当金	-27	-13	-10	-25	-23	-33	-64	-20	-13	-12
その他	562	750	320	372	414	465	685	557	810	626
流動資産合計	**28,683**	**37,146**	**32,177**	**26,975**	**23,239**	**22,853**	**23,388**	**26,235**	**26,445**	**31,861**
建物及び構築物	1,873	1,429	1,577	1,714	1,964	1,840	1,883	1,706	1,715	2,531
機械装置及び運搬具	73	47	40	33	53	42	56	63	67	69
器具備品	770	855	856	933	1,061	1,055	1,090	1,283	1,315	1,411
リース資産					2	78	66	49	32	15
土地	4,482	5,661	5,872	8,428	12,105	14,076	18,224	17,720	17,656	18,751
建設仮勘定	37						25	2	1	
有形固定資産合計	**7,235**	**5,661**	**5,872**	**11,110**	**15,186**	**17,093**	**21,348**	**20,826**	**20,788**	**22,779**
無形固定資産合計	**156**	**136**	**123**	**107**	**89**	**71**	**529**	**488**	**441**	**97**
投資有価証券	10,202	11,683	10,679	5,648	4,858	4,652	4,328	4,443	4,269	5,008
出資金	33	29	27	26	24	23	24	23	22	22
長期貸付金	36	57	42	43	70	72	66	81	52	60
長期差入保証金	471	541	861	867	700	692	832	840	798	783
保険積立金	139	134	141	123	112	111	108	92	122	118
繰延税金資産	65	77	97	555	167	71	92	93	85	76
再評価に係る繰延税金資産	976	27								
貸倒引当金	-221	-219	-139	-380	-339	-319	-123	-137	-106	-47
その他	493	442	354	585	532	510	354	325	273	280
投資その他の資産合計	**12,197**	**12,774**	**12,066**	**7,470**	**6,126**	**5,815**	**5,684**	**5,761**	**5,518**	**6,303**
固定資産合計	**19,589**	**18,572**	**18,062**	**18,688**	**21,402**	**22,979**	**27,561**	**27,076**	**26,748**	**29,180**
資産合計	**48,273**	**55,719**	**50,240**	**45,663**	**44,642**	**45,833**	**50,949**	**53,311**	**53,193**	**61,041**
負債										
買入債務	11,692	13,137	11,859	10,747	9,521	8,210	8,916	9,684	9,974	11,356
短期借入金・CP	175	140	340	2,160	1,530	2,760	1,862	280	1,780	1,740
1年以内償還予定の社債及び返済予定長期借入金					400	600	1,081	1,000	900	2,025
リース債務					0	15	26	27	29	26
未払金	1,753	2,132	1,961	2,117	2,126	1,580	1,640	2,013	1,982	3,179
未払法人税等	841	2,439	874	307	209	189	288	856	205	708
繰延税金負債（流動負債）	-						204	948	371	1,631
引当金	313	275	256	206	180	149	164	170	154	150
その他	621	568	1,922	495	359	764	474	327	318	417
流動負債合計	**15,396**	**18,693**	**17,214**	**16,033**	**14,327**	**14,270**	**14,659**	**15,307**	**15,717**	**21,235**
長期有利子負債					1,500	2,825	5,963	4,725	3,825	1,800
リース債務					1	63	83	58	38	11
長期未払金			198	85			3	11	7	4
長期預り保証金	78	37	39	51	94	114	122	122	224	335
繰延税金負債（固定負債）	2,236	1,785	954	12	35	93	350	535	758	1,084
引当金合計	1,333	1,136	649	663	698	703	653	648	609	626
資産除去債務							121	121	114	130
その他				201	198	201	59	174	153	153
固定負債合計	**3,648**	**2,959**	**1,842**	**1,014**	**2,529**	**4,001**	**7,357**	**6,397**	**5,732**	**4,146**
負債合計	**19,045**	**21,652**	**19,057**	**17,048**	**16,857**	**18,271**	**22,016**	**21,704**	**21,449**	**25,381**
純資産										
資本金	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622
資本剰余金	4,149	4,148	4,148	4,148	4,148	4,148	4,148	4,148	4,148	4,148
利益剰余金	19,306	23,051	23,518	23,189	22,098	20,721	21,186	21,911	22,727	23,414
自己株式	-119	-5	-696	-1,868	-1,512	-235	-440	-601	-577	-588
その他包括利益累計額 (評価換算差額等)	2,203	3,179	469	-603	-651	-787	305	2,387	1,674	4,886
新株予約権		-	40	41	79	92	112	137	148	176
少数株主持分		69	79	85	-	-	-	-	-	-
純資産合計	**29,161**	**34,066**	**31,183**	**28,615**	**27,785**	**27,561**	**28,933**	**31,606**	**31,744**	**35,660**
運転資金	12,361	12,667	13,121	12,010	10,177	12,129	10,627	9,897	11,510	11,775
有利子負債合計	175	140	340	2,160	3,030	5,585	7,825	5,005	5,605	3,540
ネット・デット	-3,763	-10,329	-5,941	-1,576	24	3,804	5,397	1,869	2,688	373

出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

資産

同社の資産は固定資産が大部分を占めてきた（土地、建物などの有形固定資産ならびに投資

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

有価証券および長期差入保証金などその他の固定資産）。貸借対照表から土地を控除すると、現金および運転資本といった流動資産の構成比が高くなる。つまり同社は生産設備を保有していないため、運転資本が同社のビジネス特性上、重要な要素といえる。

負債

流動負債は 2009 年 2 月期までの期間、負債総額の 90%程度を占めていたが、2010 年 2 月期以降は土地の取得による長期借入金の増加と共に 2014 年 2 月期は 73%まで低下している。

純資産

同社の純資産は 2007 年 2 月期以降、純利益計上に伴う内部留保よりも自己株式の消去や土地・投資有価証券の評価・換算差額等が大きく、減少傾向にあった。2011 年 2 月期以降は、緩やかながら増加している。

発行済株式数

同社は自己株式の取得と消去には積極的である。2007 年 2 月以降 2013 年 2 月末までの期間、合計で 18.5%もの自己株式消去を行った。

	発行済み株式数（千株）	自己株式消去数 （千株）	発行済み株式数に対する割合
2007年2月	56,682	946	1.67%
2008年3月	55,282	1,400	2.53%
2008年10月	54,532	750	1.38%
2009年3月	52,532	2,000	3.81%
2009年4月	51,532	1,000	1.94%
2010年3月	50,532	1,000	1.98%
2010年4月	49,500	1,032	2.08%
2010年4月	48,500	1,000	2.06%
2011年1月	48,000	500	1.04%

出所：会社データよりSR社作成

一方、同社は、顧客や取引先とみられる株式を保有している（2014 年 2 月期末時点で 43 億円の保有、総資産の 8.0%）。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

キャッシュ・フロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	-1,468	1,705	2,675	-1,357	3,497	3,554	-837	3,507
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-1,548	-3,488	-3,368	-1,885	-4,572	579	446	-1,986
FCF (1+2)	**-3,016**	**-1,783**	**-693**	**-3,242**	**-1,075**	**4,133**	**-391**	**1,521**
財務活動によるキャッシュフロー	-1,168	-700	-34	2,053	1,723	-3,540	123	-1,324
減価償却費及びのれん償却費 (A)	241	268	250	263	267	335	339	380
設備投資 (B)	-1,260	-5,741	-4,419	-2,225	-4,334	-330	-407	-2,953
運転資金増減 (C)	454	-1,111	-1,833	1,952	-1,502	-730	1,613	265
単純FCF (NI+A+B-C)	**-328**	**-3,366**	**-1,763**	**-3,322**	**-1,720**	**2,179**	**-529**	**-1,778**

出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業活動によるキャッシュ・フロー

同社の営業キャッシュ・フローは、運転資本の増減に影響を受ける。同社の純利益は 5 億円から 10 億円の間で推移しているが、運転資金の増減は 10 億円から 20 億円となっている。利益率が相対的に低いために、このような現象が生じていると推測される。 また、特にテキスタイル事業におけるサプライヤーは、下請法に入るような零細企業が多く、90 日以内の支払手形で払わなければならない。一方で、アパレルメーカへの受取手形の期間はやや長く、短期的には売上の伸びと共に営業キャッシュ・フローは鈍化する。

投資活動によるキャッシュ・フロー

2009 年 2 月期以降の投資キャッシュ・フローがマイナスであるのは、土地の取得による要素が大きい。また、2012 年 2 月には土地の取得に加え、マックスアンドグローイング社を買収（4.4 億円）、および投資有価証券の購入（2.6 億円）に起因している。

財務活動によるキャッシュ・フロー

2011 年 2 月期、および 2012 年 2 月期における比較的多額の収入は、土地取得に伴う長期借入金による。それ以前に支出が超過しているのは、断続的に自己株式の取得を行っていることに起因している。

自己株式の取得（百万円）	2009年2月期	2010年2月期	2011年2月期	2012年2月期	2013年2月期	2014年2月期
	2,082	913	315	231	168	2

出所：会社側資料よりSR社作成

単純フリー・キャッシュ・フロー

単純フリー・キャッシュ・フローに関しては、投資キャッシュ・フローがマイナスであるため、2008 年 2 月期以来マイナスが続いているが、2014 年 2 月期時点において現預金を 29 億円、投資有価証を 43 億円保有しており、短期的に資金難に陥る可能性は小さいと考えられる。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

キャッシュ･コンバージョンサイクル	FY02/08 連結	FY02/09 連結	FY02/10 連結	FY02/11 連結	FY02/12 連結	FY02/13 連結	FY02/14 連結	FY02/15 連結
売掛金回転率	4.0	3.9	3.8	4.1	4.3	4.7	4.8	4.4
在庫回転率	15.9	16.8	16.5	15.0	14.1	15.2	15.6	13.5
買掛金回転率	5.4	5.6	5.4	6.1	6.3	6.2	6.4	5.8
売掛金回転日数	90.5	93.5	95.0	89.3	84.8	77.1	75.8	83.3
在庫回転日数	22.9	21.7	22.1	24.3	25.8	24.1	23.3	27.0
買掛金回転日数	67.1	65.4	67.8	60.0	57.6	58.8	56.6	63.0
キャッシュ･サイクル（日）	**46.3**	**49.8**	**49.3**	**53.5**	**53.0**	**42.4**	**42.5**	**47.3**

出所：会社データよりSR社作成
注：表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

同社の現金回収サイクルは、売掛金回転日数が買掛金回転日数より期間が長いために回収に時間を要している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

沿革

同社は、名古屋に現存する繊維商社としては最も古い歴史を有している。愛知県は古くから繊維の産地として知られており、尾張織物として江戸時代から全国に流通していた。なかでもタキヒヨーは十代、260 余年の伝統を誇る老舗であり、滝家のルーツは南北朝（1336～1392 年）のころ後醍醐天皇の王子、熊野宮信雅親王を奉じて北朝軍と戦った滝某という武将の子孫であると伝えられている。タキヒヨーをおこした初代兵右衛門は、若くから商人を志し、京都で始業した後 1751 年に呉服商「絹屋」を創業した。

第 4 代社長である兵右衛門は、それまで金融機構が必ずしも整備されていなかった名古屋地方に商工業育成の目的を持って名古屋銀行（東海銀行の前身）を設立し（1882 年）、自ら頭取に就任した。また、同氏は 1888 年に、瀧兵右衛門商店と呼称を変更し、「瀧兵（読み：タキヒョー）」として親しまれることになる。

第 7 代社長、滝富夫氏（就任 1963 年～1978 年、現名誉顧問）は、第 6 代社長瀧兵右衛門（瀧秀之助）氏の長男であり、伊藤忠商事を経て 1960 年に同社入社、1963 年に 28 歳の若さで社長に就任する。1967 年、200 年以上の長い伝統を持つ瀧兵の社名をタキヒヨー（読み：タキヒョー）とカタカナに変更した。当時、瀧兵を多くの人に“タキヘイ”と呼ばれてしまい、「社名を正確に読んでもらわなければ、同社を知っている人だけとビジネスをしていたのでは成長はない、誰にでもわかるような社名にしなければならない」というのが、第 7 代社長の考えであった。その理念のもとに、懇意であり東京オリンピックのポスター制作に携わっていたグラフィックデザイナー、亀倉雄策氏に同社のロゴデザインを依頼し、タキヒヨーというロゴができあがった。

出所：会社側資料

滝富夫氏は和装から洋装への変革を遂げ、チェーンストアとの取り組みを強めた。取引先であった岡田屋・フタギ・シロの提携によるジャスコ（現在のイオン）の設立、西川屋・ほていやの提携（同ユニーG）などを推し進めた。東洋最大といわれた縫製工場の開業、1973 年にはアンクライン社に資本参加し、ダナキャランをアメリカで IPO させた。現在のタキヒヨーのすべての礎を築いたとされる。また、専業化の途を進んできた同社は、衣食住の全般に関わる事業展開を目指し多角化を進めた。一方、業績の拡大に対応しきれない面が各所に現れており、近代的かつ能率的なオフィスの確保が急務と考えていた同社は、1973 年に超高層本社ビルタキヒヨー丸の内ビルを完成させた。

オイルショックに端を発した日本経済の失速・低落は、回復の兆しを見せないままに継続し、とりわけ繊維業界においては、長期低落現象が続いていくことになる。「新シイ人　新シイ考

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

エ」を社内スローガンに掲げ、時代にマッチした新商品の開発・生産・販売・流通などの施策を進めることになったが、業績は不本意なままに推移し、超高層ビル建設借入金負担や関連企業の収益も悪化した。1977 年 2 月期、財務体質強化のために滞留在庫一掃を断行し、処分損を計上することとなり、同社史上はじまって以来となる 39 億円の経常損失となった。

第 8 代社長の伊藤是介氏（1978 年～1994 年）は東海銀行出身であり、親族以外では初の社長として就任する。本社ビルの売却や不採算部門の効率化など経営再建に取り組む。海外提携製品の紳士服、メリヤス部門、アンクライン以外の百貨店対象の婦人服部門が整理対象となった。当初再建には 7 年計画で臨んでいたが、1980 年 2 月期決算から黒字を計上し 1982 年 2 月期に繰越欠損は解消、そして再建は見込みより 4 年早く完了した。再建完了後は、販売チャネルの再編、ウォルト・ディズニー・エンタープライズ（現ウォルト・ディズニー・ジャパン）とライセンス契約を結び、ディズニーベビーの取り扱いなどの功績があった。1991 年、同社は創業 240 年を迎え、21 世紀を見据える中で長期安定資金や優秀な人材の確保などによる企業体質強化が必要と考え、名古屋証券取引所に株式上場の具体的手続きを進めるに至った。

第 9 代社長、滝茂夫氏（1994 年～2011 年）は 7 代目社長滝富夫氏の弟（四男）にあたる。ディズニーとのライセンスビジネスの拡大や、専門店との取引強化、TAC-PAC や Zac-Pac といった直営店展開、さらに海外生産の拡大、物流網の整備などを遂げた。2002 年東京証券取引所第二部へ、2005 年同一部への上場を果たした。中部財界のリーダーとしての公職への要請が後を絶たず、「ナゴヤファッション協会」の会長へ 2010 年就任、2011 年「中部経済同友会」の筆頭代表幹事へ就任した。公職が多忙となり同氏が 2011 年に 60 歳を迎える中で、十代社長へとバトンタッチをすることとなる。

第 10 代社長、滝一夫氏（2011 年 3 月～）は 7 代目社長の長男、9 代目社長の甥にあたる。

ニュース&トピックス

2013 年 9 月
2013 年 9 月 27 日、同社は 2014 年 2 月期第 2 四半期決算と業績予想の修正を発表した。

2013 年 7 月
2013 年 7 月 1 日、同社はホーチミン駐在員事務所開設と、栄三丁目の所有不動産の有効活用について発表した。

同社は、ベトナムを主体とした東南アジア諸国の情報収集、東南アジア諸国での生産背景の開拓、納期管理・品質管理などの買付補助を目的としてホーチミン駐在員事務所を開設することとなった。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

また、同日、同社が名古屋市中区栄三丁目に所有する不動産（公簿上の面積は 3,066.55 ㎡）の有効活用に向け、株式会社パルコへ一括して賃貸することを決定した。契約開始日は、所定の手続きが完了し建築工事着工の準備が整い次第となる。

2013 年 3 月
2013 年 3 月 1 日、同社は組織改編の実施を発表した。

同社は、2013 年 3 月 1 日付けで、部の垣根を越えた商品企画や新規取引先の開拓など、シナジー効果を最大限、発揮しうる体制を目的とし、アパレル製品を取り扱う「第 1 営業部・第 2 営業部・第 3 営業部」を「アパレル営業部」として統合することを発表した。また「リテール営業部」について今春より、百貨店ブランドである AKNY（アンクライン・ニューヨーク）を BERARDI（ベラルディ）へ全面的にコンバージョン（ブランド一新）を行ったことに伴い、傘下の部名の「BERARDI ブランド」への変更を行った。

大株主

2014年2月時点

大株主上位10名	所有株式数の割合
株式会社旭洋興産	29.38%
株式会社三菱東京UFJ銀行	2.69%
第一生命保険株式会社	2.50%
日本生命保険相互会社	2.06%
タキヒヨー取引先持株会社	1.98%
滝茂夫	1.61%
三井住友信託銀行株式会社	1.25%
株式会社中京銀行	1.19%
滝一夫	1.17%
株式会社ソトー	1.03%

出所：会社データよりSR社作成

トップマネジメント

同社取締役会長である滝茂夫氏（1951 年生まれ）は、1974 年モビリア（株）に入社、営業部長を経て、1986 年同社に入社する。1989 年同社取締役に就任し以後シャンパール、アンクライン、ダナキャラン等を担当する。1994 年に同社取締役社長、2011 年同社取締役会長

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

に就任。

同社取締役社長である滝一夫氏（1960 年生まれ）は、アメリカニューヨーク州のフォーダム大学経済学部を 1986 年に卒業しているが、大学入学前から渡米し、若くから英語力を身に付けた。大学卒業後は大手アパレルの（株）ワールドに入社、主力ブランド「コルディア」を担当していた。1990 年に同社に入社し、2011 年に同社取締役社長に就任。同氏は、同社 7 代目社長、滝富夫氏（現名誉顧問）の長男であり、現会長滝茂夫氏の甥に当たる。

従業員

2014 年 2 月末時点の同社連結ベースの従業員数は 958 名、臨時雇用者の年間平均雇用人員は 467 名。また、単体ベースでは従業員 627 名、臨時雇用者の年間平均人員は 113 名である。

2014 年 2 月期の単体ベースの従業員の平均年齢、平均勤続年数、平均年間給与は以下の通りとなっている。

- 平均年齢：38.0歳
- 平均勤続年数：13.1年
- 平均年間給与：4,832千円

株主還元

同社は、安定配当（年間 8 円）を実施している（2012 年 2 月期は記念配当を含め 10 円）。評価損等キャッシュアウトのない損失が特別損失として計上されていた 2012 年 2 月期以前の配当性向は高く 50%～60%の範囲で実施されていたが、2013 年 2 月期は特別損失が沈静化し 26.0%となっている。一方、自社株買いは、状況により時折実施されており、2013 年 2 月期は、479,000 株の自社株買いが行われた（発行済み株式数の 1.0%）。

毎年 2 月末日及び 8 月末の株主名簿に記載された 1,000 株以上所有の株主に、オリジナル製品（2013 年 2 月 ルームディフューザー、2013 年 8 月 バスタオルセット）を贈呈している。また、2 月末日時点で、1,000 株以上の株主を対象に 50 万円分の旅行券を抽選で 10 名に贈呈している。

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	本社所在地
タキヒヨー株式会社	451-8688 愛知県名古屋市西区牛島町６－１ 名古屋ルーセントタワー　22F･23F･24F
代表電話番号	**上場市場**
052-587-7111	東証１部
設立年月日	**上場年月日**
1912 年 11 月 15 日	1994 年 7 月 6 日
HP	**決算月**
http://www.takihyo.co.jp/	2 月
IR コンタクト	**IR ページ**
	http://www.takihyo.co.jp/ir/?PHPSESSID=2c61cd211c3635c62528d50af42fb7b6
IR メール	**IR 電話**

Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社
あい ホールディングス株式会社
アクリーティブ株式会社
株式会社アクセル
アズビル株式会社
アズワン株式会社
アニコムホールディングス株式会社
株式会社アバンマンショップホールディングス
アンジェスMG株式会社
アンリツ株式会社
イオンディライト株式会社
株式会社イエローハット
株式会社伊藤園
伊藤忠エネクス株式会社
株式会社インテリジェント　ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社VOYAGE GROUP
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
グランディハウス株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
ケンコーコム株式会社
コムシスホールディングス株式会社
株式会社ザッパラス
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
Jトラスト株式会社
株式会社じげん
GCAサヴィアン株式会社
シップヘルスケアホールディングス株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
シンバイオ製薬株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー･ディー･マトリックス
ソースネクスト株式会社
株式会社ダイセキ
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社チヨダ
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドンキホーテホールディングス
内外トランスライン株式会社
ナノキャリア株式会社
長瀬産業株式会社
日進工具株式会社
日本駐車場開発株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
伯東株式会社
株式会社ハーツユナイテッドグループ
株式会社ハピネット
ピジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
株式会社ラック
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

 Copyright (C) Shared Research Inc. All Rights Reserved